HZ BOOKS
华章教育
ELSEVIER
爱思唯尔

书最多 www.szd123.net

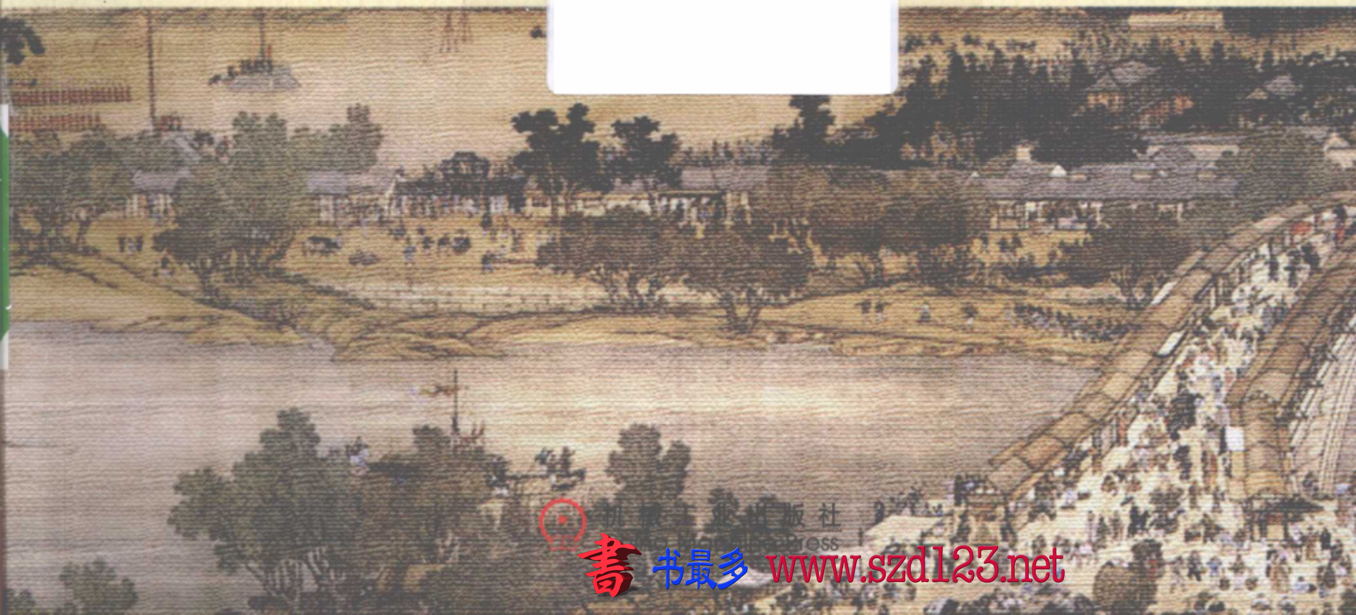
十大经典案例深入剖析，首次公开国际投资银行业重要投资事件的内幕资料
特别介绍中国的私募股权投资，提供本土化实战内容
作者曾在高盛、摩根大通、瑞银工作20余年，并任董事总经理和融资部副总裁

AN INTRODUCTION TO INVESTMENT BANKS, HEDGE FUNDS, AND PRIVATE EQUITY
THE NEW PARADIGM

投资银行、对冲基金和私募股权投资

（美） 戴维·斯托厄尔（David P. Stowell） 著
西北大学凯洛格商学院

黄嵩 赵鹏 等译



机械工业出版社
China Machine Press

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity: The New Paradigm

推荐阅读

货币金融学2e
弗雷德里克 S. 米什金，哥伦比亚大学
The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Business School Edition，Frederic S. Mishkin

国际金融12e
大卫·艾特曼，加州大学洛杉矶分校
Multinational Business Finance 12e，David Eiteman

国际经济学6e
丹尼斯 R. 阿普尔亚德，戴维森学院
International Economics 6e，Dennis R. Appleyard

衍生工具与风险管理7e
唐·钱斯，路易斯安那州立大学
An Introduction to Derivatives and Risk Management 7e，Don M.Chance

投资学9e
滋维·博迪，波士顿大学
Investments 9e，Zvi Bodie

现代投资组合理论与投资分析7e
埃德温 J. 埃尔顿，纽约大学
Modern portfolio theory and investment analysis 7e，Edwin J.Elton

公司理财9e
斯蒂芬 A. 罗斯，MIT斯隆管理学院
Modern Financial Management 9e，Stephen A.Ross

投资银行、对冲基金和私募股权投资
戴维·斯托厄尔，西北大学凯洛格商学院
An Introduction to Investment Banks，Hedge Funds，and Private Equity: The New Paradigm，David P. Stowell

期权、期货及其他衍生产品8e
约翰·赫尔，多伦多大学
Options,Futures and Other Derivatives 8e，John C. Hull

行为金融
威廉·福布斯，英国拉夫堡大学商学院
Behavioural Finance，William Forbes

商业银行管理8e
彼得 S. 罗斯，德克萨斯A&M大学
Bank Management & Financial Services 8e，Peter S.Rose

汇率与国际金融5e
劳伦斯·科普兰，卡迪夫大学投资管理研究机构
Exchange Rates and International Finance 5e，Laurence Copeland

金融市场与金融机构4e
弗兰克 J. 法博齐，耶鲁管理学院
Foundations of Financial Markets and Institutions 4e，Frank J. Fabozzi

创业金融2e
理查德 L. 史密斯，克莱蒙特研究大学
Entrepreneurial Finance 2e，Richard L. Smith

本书译自原版An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity:The New Paradigm并由Elsevier授权出版

ELSEVIER 爱思唯尔

ELSEVIER

上架指导：金融/投资银行

ISBN 978-7-111-41476-6

定价：99.00元

客服热线：(010) 88379210 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
投稿热线：(010) 88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com
华章网站：www.hzbook.com

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

AN INTRODUCTION TO INVESTMENT BANKS, HEDGE FUNDS, AND PRIVATE EQUITY

THE NEW PARADIGM

投资银行、对冲基金和私募股权投资

（美） 戴维·斯托厄尔（David P. Stowell） 著
西北大学凯洛格商学院

黄嵩 赵鹏 等译



机械工业出版社
China Machine Press

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

图书在版编目（CIP）数据

投资银行、对冲基金和私募股权投资/（美）斯托厄尔（Stowell，D. P.）著；黄嵩、赵鹏等译. —北京：机械工业出版社，2013. 2
（金融教材译丛）
书名原文：An Introduction to Investment Banks，Hedge Funds，and Private Equity：The New Paradigm

ISBN 978-7-111-41476-6

Ⅰ. 投… Ⅱ. ①斯… ②黄… ③赵… Ⅲ. 投资银行－研究 ②对冲基金－研究 ③投资基金－研究
Ⅳ. ①F830. 33 ②F830. 45

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第 032963 号

版权所有 · 侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2011-4794

本书介绍了投资银行、对冲基金和私募股权投资这三种机构及它们之间既竞争又合作的关系，它们对全球金融市场的影响、发展历史、主营业务、监管环境以及后危机时代的风险与机遇，为读者提供了更加全面的视角。

本书另一大特色是包含了 10 个真实案例，这些案例以最近发生的真实交易为基础，包含了与章节内容相关联的风险、收益、政治考量、对公司和投资者的影响、竞争、监管障碍等主题。某些案例还包括电子表格模型，有助于读者在思考案例描述的选择、机会和风险问题时建立起分析框架。

本书适合金融相关专业本科生、研究生、MBA 学生使用，也可以作为金融投资专业人士的参考、培训用书。

David P. Stowell. An Introduction to Investment Banks，Hedge Funds，and Private Equity：The New Paradigm.
ISBN 978-0-12-374503-3

Copyright © 2010 by Elsevier Inc. All rights reserved.
Authorized Simplified Chinese translation edition published by the Proprietor.
Copyright © 2010 by Elsevier（Singapore）Pte Ltd. All rights reserved.
Printed in China by China Machine Press under special arrangement with Elsevier（Singapore）Pte Ltd. This edition is authorized for sale in China only，excluding Hong Kong SAR and Taiwan. Unauthorized export of this edition is a violation of the Copyright Act. Violation of this Law is subject to Civil and Criminal Penalties.

本书简体中文版由机械工业出版社与 Elsevier（Singapore）Pte Ltd. 在中国大陆境内合作出版。本版仅限在中国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）出版及标价销售。未经许可之出口，视为违反著作权法，将受法律之制裁。

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码 100037）
责任编辑：宁 姗 版式设计：刘永青
北京京师印务有限公司印刷
2013 年 4 月第 1 版第 1 次印刷
185mm × 260mm · 33. 25 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-41476-6
定 价：99. 00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）88379210 88361066 投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294 88379649 68995259 读者信箱：hzjg@hzbook. com

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

赞　誉

PRAISE

投资银行、对冲基金、私募股权投资是金融皇冠上的三颗明珠，如今由戴维·斯托厄尔教授剥蚌呈献，黄嵩和赵鹏两位博士镶挂展示给中国读者，实乃一大幸事。

——北京大学经济学院金融学系教授、博士生导师　何小锋

本书系统地阐述了投资银行、对冲基金与私募股权投资的内在运作方式及其相互关系，对于读者熟悉这些重要的金融产品与金融服务并了解中国金融市场的未来走向具有积极的意义。

——春华资本集团主席　胡祖六

本书对投资银行及相关金融行业的赢利模式和风险管理提供了详尽的介绍和丰富的案例，有助于读者更好地把握全球金融监管体系改革大环境下，金融行业发展和金融创新业务的新方向。

——上海高级金融学院常务副院长、金融学教授　朱宁

这是一本全面介绍投资银行和私募股权投资的著作。书中充满了复杂的细节，但是全书拥有一套独特的关于这两大领域最佳实践参考的框架。本书用清晰、简明的语言对各个概念进行了定义。这些卓越的见解必能使读者受益匪浅，并使读者掌握在风险和收益的目标下研判机遇的方法。

——维内·索尼（Viney Sawhney），波士顿国家资本、哈佛大学（美国）

在15年的教学生涯中，本书是我找到的该领域最好的著作。只要戴维·斯托厄尔教授不断保持更新，他的书将会是这三个领域富有价值的信息来源。

——查尔斯·墨菲（Charles Murphy），纽约大学（美国）

关于投资银行的著作本就寥寥无几，且大多数内容陈旧。这些书往往学院气太重，或是由律师而非理解商业的人士编写。而这本由一位曾经的实务界人士撰写的著作，能帮助学习投资银行的学生深入了解投资银行、私募股权投资和对冲基金之间纵横交织的关系。

——布赖恩·斯科特-奎因（Brian Scott-Quinn），雷丁大学亨利商学院（英国）

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

投资银行业永远处于变化之中。这本关于投资银行的新书正描述了这个行业的最新趋势，特别是投资银行、对冲基金和私募股权投资之间的相互影响，堪称是对投资银行主要业务最及时、最详尽的指南。作者通过引人入胜的实际案例来阐释书中所涉及的各种主题。戴维·斯托厄尔的这本著作将成为全新的投资银行参考书。

——皮埃尔·伊利翁（Pierre Hillion），欧洲工商管理学院（法国）

本书对全球金融服务行业中的热门领域进行了清晰描述。对那些希望深入了解银行体系的学生而言，阅读本书将会获益良多。

——桑贾伊·古普塔（Sanjay Gupta），瑞士金融学院（瑞士）

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

作者简介

ABOUT THE AUTHOR

戴维·斯托厄尔



西北大学凯洛格商学院金融学教授。在加入凯洛格商学院之前，作为投资银行家在高盛、摩根大通和瑞银工作了20年，并在奥康纳（已被瑞银收购的一家大型对冲基金）工作了4年。2005年至今，担任西北大学凯洛格商学院的金融学教授。斯托厄尔教授曾任摩根大通董事总经理及美国中西部投资银行主管，他也曾任瑞银董事总经理及权益资本市场部联合主管、高盛企业融资部副总裁和奥康纳对冲基金负责权益衍生品的董事总经理。他在私募股权投资和风险投资方面与凯洛格商学院海泽（Heizer）中心有着教学合作。

教育背景　1978年，哥伦比亚大学，金融学MBA；1976年，犹他州立大学，经济学学士。

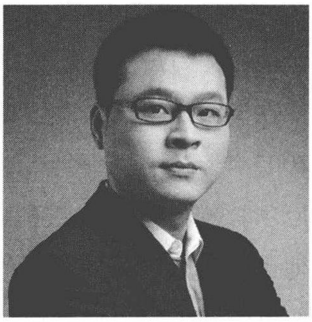
書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

译者简介

ABOUT THE TRANSLATORS

黄嵩



经济学博士，北京大学金融学副教授，北京大学金融与产业发展研究中心秘书长。

本科至博士皆就读于北京大学经济学院。主要研究方向为私募股权投资、资本市场与投资银行学，出版过《资本的逻辑》、《投资银行学》、《资产证券化理论与案例》等8部著作，并在《金融研究》、《学术研究》等核心刊物上发表学术论文数十篇。在私募股权投资、资本市场与投资银行领域有着丰富的实践经验，操作过数十个私募股权投资、兼并与收购、企业上市等项目，并担任多家公司的顾问或董事。

赵鹏



法学博士，平安信托财富产品部副总经理，负责私募股权投资等业务。美国伊利诺伊州执业律师。

北京大学毕业，美国西北大学凯洛格商学院MBA，西北大学法学博士。曾任瑞士合众集团（世界最大的私募股权资产管理公司之一）中国区首席代表，负责公司在中国市场的主要业务。此前，曾在合众集团的瑞士总部和北京办公室工作多年。在加入合众集团之前，他在一家全球大型律师事务所芝加哥办公室担任律师，从事私募股权基金业务和中国业务。在赴美国之前，他在中国外交部和私人企业工作多年。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

致出版社

LETTER TO PUBLISHER

我是贵社出版的《投资银行、对冲基金和私募股权投资》一书的作者。在此，我对工作人员在出版这本书的过程中所付出的辛勤工作表示衷心的感谢。贵社有良好的信誉与声望，非常幸运能够和你们一起工作。我也非常荣幸，能够和你们分享这本书中呈现的教育成果，并希望它能帮助中国的学生深入了解投资银行、对冲基金和私募股权投资的世界。

祝好！

戴维·斯托厄尔

西北大学凯洛格商学院金融学教授

2012 年 4 月 15 日

April 15, 2012

I am the author of *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity: The New Paradigm*, the book your firm is publishing. I am writing to express my great appreciation for your diligence and commitment to publishing this book. I am very fortunate that a publisher with such strong credentials and excellent reputation has worked on this project. I am honored to share the educational product represented by this book with you and hope it will bring good insights and understanding of the world of investment banks, hedge funds and private equity to Chinese students.

Best regards,

David P. Stowell

Professor of Finance

Kellogg School of Management

Northwestern University

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

致 译 者

LETTER TO TRANSLATORS

我是你们所翻译的《投资银行、对冲基金和私募股权投资》一书的作者。在此，我对你们在翻译过程中所付出的勤奋工作表示衷心的感谢。翻译本书一定是一件辛苦的工作，花费了你们大量的时间。有你们这样具有杰出学术能力和教育水平的人参与到此项目中是我的幸运。我也非常荣幸，能够和你们分享这本书中呈现的教育成果，并希望它能帮助中国的学生深入了解投资银行、对冲基金和私募股权投资的世界。

如学术上需要帮助，请告知。

祝好！

戴维·斯托厄尔

西北大学凯洛格商学院金融学教授

2012 年 4 月 15 日

April 15, 2012

I am the author of *An Introduction to Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity: The New Paradigm*, the book you are translating. I am writing to express my great appreciation for your diligence and commitment to translating this book. I am sure it has been a very difficult task and has taken considerable time. I am very fortunate that someone of your excellent academic qualifications and education has worked on this project. I am honored to share the educational product represented by this book with you and hope it will bring good insights and understanding of the world of investment banks, hedge funds and private equity to Chinese students.

I hope you will let me know if I can ever be helpful to you in your academic pursuits.

Best regards,

David P. Stowell

Professor of Finance

Kellogg School of Management

Northwestern University

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

译者序

FOREWORD

本书讲述了金融领域最具创造力和活力的三个领域：投资银行、对冲基金与私募股权投资。

2007～2009 年，全球遭遇了金融危机，并在 2010～2012 年面临持续性的挑战。而这场危机的主角无疑是投资银行、对冲基金与私募股权投资机构。它们掌控着全球的金融和投资，获得了欣羡和敬畏，同时也受到批评和担忧。它们常常登上财经媒体的头版，但本身又极其低调和神秘。

本书致力于揭开投资银行、对冲基金和私募股权投资机构的神秘面纱，介绍它们的关键职能、薪酬体系、在财富创造和风险管理中的独特角色，以及为基金和机构影响力做出的不懈努力。本书特别花重墨介绍了此次金融危机中投资银行、对冲基金和私募股权投资机构的角色及其应对和转型。

中国的投资银行业经过 20 余年的发展，成绩显著，但与发达市场国家相比，差距还很大。从规模上看，中国所有证券公司总资产不到高盛的 1/3，净利润总和与摩根士丹利一家公司相当。而在产品和业务的种类及创新方面，差距更大。

中国的私募股权投资业萌芽于 1995 年，在 2006 年后迅猛发展，发展速度位居世界前列，于 2011 年达到巅峰，成为仅次于美国的第二大私募股权投资市场。但在 2012 年，该行业发展势头陡然转向，步入“寒冬”，面临洗牌。行业的大起大落，令投资者和管理机构都无所适从。

中国尚没有真正的对冲基金，仅有个别机构开展了个别的对冲基金业务。但不难预见，随着股指期货、融资融券等未来更多衍生品的推出，中国的对冲基金业必将蓬勃发展起来。

未来怎么发展？发达市场国家的经验无疑对中国具有宝贵的借鉴意义。本书讲述了发达市场国家特别是美国投资银行、对冲基金与私募股权投资业的发展经验和教训。

本书作者斯托厄尔教授在投资银行、对冲基金与私募股权投资领域具有 30 多年的实务操作和教学研究经历，曾作为投资银行家在高盛、摩根大通和瑞银工作了 20 年，并在奥康纳（已被瑞银收购的一家大型对冲基金）工作了 4 年，2005 年至今，他任西北大学凯洛格商学院的金融学教授。因其亲身经历了多起金融界的重大事件，也对很多重要的投资事件拥有不为外人所知的一手资料，这些信息和知识成为 MBA 课程中非常宝贵的实践教材，也

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

使得斯托厄尔教授的课程成为凯洛格商学院里最受欢迎的一门课程。

本书是实践经历和学术经验相互参照后的成果，为全面了解全球金融市场的关键参与者打开了大门。

所以，我们决定把本书翻译成中文，让更多的人能够分享到这本优秀的著作。

本书的译者之一赵鹏是斯托厄尔教授在西北大学凯洛格商学院的学生，他向斯托厄尔教授推荐，与黄嵩共同翻译本书，斯托厄尔教授欣然同意。斯托厄尔教授年轻时曾经在日本和中国香港生活多年，对东方怀有真切的亲近感，他希望通过我们的翻译，让他的书为广大的中国读者所阅读。斯托厄尔教授还专门为中文版改写了前言，并新增写了第21章“中国的私募股权投资”。

为了不辜负这本优秀的著作及斯托厄尔教授，我们组织翻译团队进行了认真的翻译，前后历时将近1年。本书的翻译工作由黄嵩主持。黄嵩、赵鹏、张西晴、杨超、桓雅琦、王义明、杨奔、葛志儒、钱聪、胡新禄、赵金燕、陈涛、吴璐、蒋忠秀、孙飞、郑荣、曲毅、刘翠翠等共同参与了初稿的翻译。黄嵩、赵鹏、张西晴、张人欢、张展培、邓闯、商诺奇等对初稿进行了修改和文字润色。最后由黄嵩对全部译稿进行统改、补译、校对和定稿。

机械工业出版社华章公司的编辑们为促成本书的出版也做了大量工作，向他们表示诚挚的感谢。

对于译文中存在的错误和不足之处，欢迎读者批评指正。

黄嵩　赵鹏

2013年2月18日

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

前言

PREFACE

金融体系在2007~2009年遭受了全球性灾难，并在2010~2012年面临着持续性的挑战。这一切给世界金融形势带来了戏剧性的变化。市场参与者受到重大冲击，他们对风险、透明化、监管和薪酬的态度也发生了变化。投资银行、对冲基金和私募股权投资机构纷纷打造自己的新角色，试图在更低的风险和更严格的监管模式下找到创造价值的新方式，它们正处于这幅变化中的金融业图景的中心。本书是投资银行、对冲基金和私募股权投资的一个导论，描述了这些机构之间的关系：它们是如何相互竞争又彼此提供重要服务的，以及它们对公司、政府、机构投资者和个人带来的巨大影响。它们合力重塑了全球金融和投资模式，获得了欣羡和敬畏，同时也受到批评和担忧。它们占据了财经报刊的头版头条，也为其管理层和客户创造了财富。本书能够帮助读者深刻理解这些紧密联系的机构，以及它们对全球金融市场的影响、发展历史、主营业务、监管环境以及后危机时代的风险与机遇。

从根本上讲，本书致力于揭开投资银行、对冲基金和私募股权投资的神秘面纱，介绍它们的关键职能、薪酬体系、在财富创造和风险管理中的独特角色，以及为基金和机构影响力所做出的不懈战斗。通过阅读本书，读者应该能够更好地理解财经报刊标题中关于大型收购、股东积极主义行动、资本市场巨额融资以及金融市场中各种战略、风险和冲突的内容。

目标读者

本书的目标读者是金融和投资专业的研究生及高年级本科生。本书可以作为投资银行课程的主要教材、公司理财和投资课程的参考教材、对冲基金和私募股权投资方面的重要参考读物。另外，投资银行、对冲基金和私募股权投资机构中的专业人士也可以通过本书来拓宽自己对行业和竞争对手的理解。最后，本书对在律师事务所、会计师事务所以及其他为投资银行、对冲基金和私募股权投资机构提供顾问服务的机构中工作的专业人士理解并协助客户也有所裨益。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

突出特点

本书基于以下两个理由而拥有独特的地位。首先，本书是作者在投资银行、对冲基金和私募股权投资领域多年职业生涯和7年教学经历的产物。其次，通过在一本书中介绍上述三种机构及它们之间既竞争又合作的关系，在这些机构不断变化的范畴和真实世界对它们的影响方面，本书较前人提供了一个更加全面的视角。

在写作本书之前，我作为投资银行家在高盛、摩根大通和瑞银工作了20年，并在奥康纳（已被瑞银收购的一家大型对冲基金）工作了4年。作为一名投资银行家，在完成众多并购、债务/权益融资、权益衍生品以及与企业客户的可转换交易之余，我亦与私募股权投资机构（金融投资者）在其通过资本重组、并购和首次公开发行进行公司收购和寻求退出策略方面展开合作。从2005年开始，我作为西北大学凯洛格商学院的金融学教授工作至今，在那里我有幸在教授从实务界获得的知识的同时，对投资银行、对冲基金和私募股权投资这一日新月异的领域进行研究。教学经历帮助我以更客观的视角，运用更精炼的概念和更贴近学生的方式来阐述这些课题。因此，本书是实践经历和学术经验相互参照后的成果，提供了一种新的教育方式，为理解全球金融市场中的关键参与者打开了大门。

案例

本书包含10个案例，有助于读者理解章节中所描述的概念。这些案例以最近发生的真实交易为基础，包含了与章节内容相关联的风险、收益、政治考量、对公司和投资者的影响、竞争、监管障碍等主题。此外，一些案例还包括电子表格模型，有助于读者在思考案例中描述选择、机会和风险问题时建立起分析框架。这些案例虽然统一放在本书的书末，但其实是与前面章节相联系的。总之，这些案例是为了建立章节间的联系、促进读者学习和理解概念而设计的。

世界经历了变革

2008年，贝尔斯登折价出售给摩根大通，雷曼兄弟宣布破产，有政府背景的企业和私人企业申请破产保护，美林被迫卖给美国银行，高盛和摩根士丹利转型成银行控股公司，全世界的银行不得不向各自的政府求援。这一切发生在继20世纪30年代以来最严重的全球性危机背景下。2010～2012年，全球市场有所回升，但监管者希望通过提高资本金和降低风险的方式支撑金融机构的举动又使得危机后的紧张气氛延续。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

从各种角度来看，投资银行业务都发生了影响深远的变化。杠杆率降低了，一些结构性金融产品销声匿迹，监管更加严格。然而，基本业务依然不变：向企业和投资者提供顾问服务，投资管理，作为受托人和中介人进行交易、研究、做市，向客户直接提供创意和资金。尽管公众认知、薪酬、风险管理等课题还有待解决，但随着投资银行的业务创新，并在这个杠杆率降低和监管趋严的世界中学习生存，新的机会正在曙光中显现。

2008 年，对冲基金和私募股权投资的形式发生了大逆转：对冲基金记录在案的投资收益较平均值损失超过了 19%，私募股权投资基金也向其投资者确认了相似规模的潜在损失。这些不尽如人意的结果导致一些投资者抛弃了相关基金，然而，全球股票市场的状况更为糟糕：美国股市主要指数暴跌超过 38%，世界其他股票指数和非政府债券指数表现相似，甚至更糟。对冲基金和私募股权投资机构不得不随着形势变化而做出调整，重新解释它们的价值定位，在管理资产规模减少和基金数量减少的趋势下挣扎求生。创新和耐心是这场全球金融危机的关键词。基金管理机构一边努力留住尽可能多的有限合伙人，一边思考在信用不足的环境下使用新的投资策略。2009 ~ 2012 年，很多对冲基金和私募股权投资机构业绩反弹，大多数对冲基金都得到了正收益，私募股权投资机构重新盯上了资金额小、杠杆率低的投资活动。

投资银行、对冲基金和私募股权投资机构重新界定了自己的角色，在维持原有地位和影响力的同时发展新的路径和商业计划。世界经历了变革，但是这些金融机构依然对全球资本市场和并购交易有着重大影响力。本书阐述了这些机构如何获得巨大的影响力，以及这一结果又是如何影响企业、政府、机构投资者和个人的。

本书结构

本书分为三篇。第一篇包括 10 章，主要阐述投资银行的内容。第二篇包括 11 章，其中 5 章介绍对冲基金，6 章介绍私募股权投资，包括中国的私募股权投资。第三篇是反映金融市场最近交易和发展的 10 个案例，这些案例与前面的章节相互关联，用来例证前面已经严密分析的概念。

第一篇：投资银行

第一篇包括 10 章，概括介绍了行业状况以及大型投资银行常见的三个核心部门：负责并购和融资活动的投资银行部，中介、做市等核心活动的交易部，以及资金募集和投资管理的资产管理部。此外，本书也介绍了大型投资银行的其他业务，以及精品投资银行的业务活动。其他章节介绍了融资的更多细节，包括资本市场参与者和承销功能，以及首次公

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

开发行、后续股票发行、可转换证券和债券交易。另外还介绍了信用评级机构和大宗经纪商的角色、研究、衍生品和外汇等知识。最后，讨论了监管、杠杆率、风险管理、清算与结算、国际投资银行、职业机会以及投资银行、对冲基金与私募股权投资之间的关系。在本篇中，综合性的一章深入挖掘了并购、可转换证券和投资银行创新的内容。

第一篇被设计为可用作投资银行学课程的教材，这一篇的内容需要与第三篇的案例相互参照，结合使用。第二篇关于对冲基金和私募股权投资的章节可以作为补充材料。

第二篇：对冲基金与私募股权投资

第二篇中的第一部分由5章组成，介绍了对冲基金。内容包括：行业概述，投资策略，股东积极主义和对冲基金对公司治理的影响，对冲基金的风险、监管和组织结构，对冲基金的业绩、风险、挑战、机遇以及向有限合伙人提供价值的定位。最后，概括了对冲基金与投资银行、私募股权投资机构的竞争以及三方的合作关系。

第二篇的第二部分由6章组成，介绍了私募股权投资，包括主要从事杠杆收购（LBO）的机构和对成熟企业进行的投资。内容包括：私募股权投资概述，杠杆收购模型和决策机制，私募股权投资对企业的影响（包括十余个杠杆收购交易的历史案例），组织形式、薪酬、监管和有限合伙人关系，私募股权投资的挑战与机遇，多元化投资，首次公开发行，历史业绩，与对冲基金和投资银行的关系，中国私募股权投资的发展。

第二篇被设计为可用作对冲基金和私募股权投资课程的教材。这一篇的内容需要与第三篇的案例相互参照，结合使用。第一篇关于投资银行的章节也可以用作补充材料。

第三篇：案例研究

这一部分包括10个案例，可作为第一篇和第二篇内容的参照。这些案例能够帮助学生更深刻地理解前面章节的主题，并在真实交易和市场进展的框架下运用概念。本篇提供了案例习题和帮助学生处理数据的电子表格模型。这些案例关注以下问题：2008年金融危机期间全球投资银行业的巨大变化；保时捷、大众汽车和CSX通过使用权益衍生品，以及与投资银行和对冲基金的互动，显著改变了公司治理；博龙在克莱斯勒和GMAC（通用汽车下属的金融子公司）上的投资；两只对冲基金在担保债务凭证投资上分别得到超额盈利和破产的不同结果；自由港麦克莫伦铜金矿公司收购菲尔普斯·道奇公司，主要关注其中的并购、风险承担和融资活动；世界最大的对冲基金之一ESL通过破产法院收购凯马特和西尔斯以及随后的管理过程；宝洁收购吉列，投资银行家在此过程中的顾问作用以及关于公司治理和监管问题的讨论；玩具反斗城杠杆收购及私募股权投资基金和投资银行在其中的作用；对冲基金投资者潘兴广场对麦当劳公司资本和组织结构的影响。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

致谢

ACKNOWLEDGEMENTS

我对本书出版过程中做出贡献的人士致以诚挚的谢意。我的妻子 Janet 和我的孩子们（Paul、Lauren、Audrey、Julia 和 Peter）在我研究以及写作本书的两年多时间里，给予了我很大的耐心和支持。当初在我做投资银行家时，每周需要工作 70 小时以上，当我决定投身学术时，他们本以为我的工作时间会减少一半。但事与愿违，我意识到学术工作也需要花费很多时间，这本书更在我的日程表上增加了很多时间。我的大儿子 Paul 是位银行家和衍生品专家，也曾经是一名可转换证券交易员，他对本书的结构提出了很多想法和技术性建议，我十分感谢他。我要感谢曾作为我摩根大通团队成员的 Xiaowei Zhang，她作为本书编辑和建立模型阶段的主要助手，做出了勤奋和有效的贡献，成为她投资银行职业生涯中的一段插曲。我很幸运能够在本书的写作过程中得到她的帮助。最后，我也对 Isable Gan 表示感谢，她是中国私募股权投资这一章的主要研究者，同样感谢为该章做出贡献的赵鹏（本书译者之一）和 David。

我同样要感谢西北大学凯洛格商学院金融系的同事和行政人员在过去五年中，当我从实务界转战学术界时，对我以及本书写作的支持。在这个过程中，他们非常耐心，给予了我很多鼓励。特别要感谢教务办公室的 Kathleen Haggerty 对我的帮助，以及金融系资深教员 Robert Korajczyk、Robert McDonald 和 Mitchell Petersen 在读过本书后提出的中肯建议。

我从以下这些投资银行的同事和朋友中受惠至深，他们为相关章节提供了出色的资料：

John Gilbertson（高盛董事总经理）

Mark Goldstein（德意志银行董事总经理）

David Topper（摩根大通董事总经理）

Jeffrey Vergamini（摩根士丹利执行董事）

Jeffrey Zajkowski（摩根大通董事总经理）

Xiaoyin Zhang（高盛董事总经理）

以下各位专业人士提供了对冲基金和私募股权投资方面的出色资料，以及法律、监管、税务方面的建议：

Bryan Bloom（胡夫资产管理公司主管）

Deirdre Connell（简博律师事务所合伙人）

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

Tom Formolo（科德海纳西及西蒙斯投资公司合伙人）

Margaret Gibson（凯易国际律师事务所合伙人）

Jason Krejci（标准普尔副总裁）

Anna Pinedo（美国美富律师事务所合伙人）

Jim Neary（美国华平投资集团董事总经理）

Joel Press（摩根士丹利董事总经理）

James Rickards（奥尼斯顾问公司高级董事总经理）

Chirag Saraiya（Training the Street 公司主管）

Phillip Torres（ForeSix 资产管理公司投资组合经理）

Catherine Vaughn（高桥资本管理公司董事总经理）

Julie Winkler（芝加哥商业交易所集团董事总经理）

Elaine Wolff（简博律师事务所合伙人）

我还要感谢凯洛格商学院博士生 Fritz Burkhardt 和 Jonathan Brogaard，西北大学本科生研究助理 Esther Lee、Tom Hughes、Anya Hayden 和 Ashley Heyer 在早期为本书所做的工作。本书第 2 版时，我也受到凯洛格商学院博士生 Andreas Neuhierl 以及西北大学本科生研究助理 Stephanie Weinstein 和 Radu Cret 出色的协助。最后，我也要感谢 Elsevier 的联系人对我的耐心和指导，特别是责任编辑 Scott Bentley 和策划编辑 Kathleen Paoni。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

简明目录

BRIEF CONTENTS

赞誉

作者简介

译者简介

致出版社

致译者

译者序

前言

致谢

第一篇　投资银行

第 1 章　投资银行概述 ………… 2

第 2 章　投资银行业监管 ………… 17

第 3 章　融资 ………… 33

第 4 章　并购 ………… 53

第 5 章　交易 ………… 83

第 6 章　资产管理、财富管理和研究 ………… 99

第 7 章　信用评级机构、交易所、清算和结算 ………… 107

第 8 章　国际投资银行业务 ………… 117

第 9 章　可转换证券和华尔街创新 ………… 132

第 10 章　投资银行业的职业、机遇与挑战 ………… 146

第二篇　对冲基金与私募股权投资

第 11 章　对冲基金概述 ………… 168

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

第 12 章　对冲基金投资策略 …… 187
第 13 章　股东积极主义及对公司治理的影响 …… 208
第 14 章　风险、监管和组织结构 …… 223
第 15 章　对冲基金的挑战与业绩 …… 234
第 16 章　私募股权投资概述 …… 246
第 17 章　杠杆收购的财务模型 …… 268
第 18 章　私募股权投资对公司的影响 …… 288
第 19 章　组织结构、报酬、监管及有限合伙人 …… 307
第 20 章　私募股权投资的挑战与机遇 …… 319
第 21 章　中国的私募股权投资 …… 337

第三篇　案例研究

2008 年的投资银行业（上）：贝尔斯登的兴衰 …… 352
2008 年的投资银行业（下）：美丽新世界 …… 371
自由港麦克莫伦铜金矿公司：并购融资 …… 385
吉列最好的交易：宝洁收购吉列 …… 398
两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿 …… 411
凯马特、西尔斯和 ESL：从对冲基金到世界顶尖零售商之路 …… 425
麦当劳、温迪和对冲基金：汉堡对冲？对冲基金股东积极主义
　　行动及对公司治理的影响 …… 442
保时捷、大众汽车和 CSX：汽车、火车与衍生品 …… 462
玩具反斗城杠杆收购 …… 470
博龙和美国汽车工业 …… 488

阅读书目 …… 501
参考文献 …… 503

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

目录
CONTENTS

赞誉

作者简介

译者简介

致出版社

致译者

译者序

前言

致谢

第一篇 投资银行

第1章 投资银行概述 …… 2

1.1 后危机时期的全球投资银行机构 …… 3

1.2 其他投资银行机构 …… 5

1.3 投资银行的业务 …… 5

1.4 投资银行部 …… 7

1.5 交易部门 …… 12

1.6 非客户相关交易和投资 …… 13

1.7 资产管理部 …… 15

习题 …… 16

第2章 投资银行业监管 …… 17

2.1 引言 …… 17

2.2 美国的投资银行业历史及监管 …… 17

2.3 证券监管最新发展 …… 26

2.4 其他国家证券业监管 …… 30

习题 …… 32

第3章 融资 …… 33

3.1 资本市场融资 …… 33

3.2 融资考虑 …… 38

3.3 融资方案 …… 39

3.4 支付给投资银行的费用 …… 49

3.5 分销选择 …… 49

3.6 暂搁注册申请 …… 50

3.7 “绿鞋”超额配售权 …… 51

习题 …… 52

第4章 并购 …… 53

4.1 并购的核心 …… 54

4.2 创造价值 …… 55

4.3 战略依据 …… 55

4.4 协同效应和控制权溢价 …… 56

4.5 信用评级和收购货币 …… 56

4.6 监管考虑 …… 57

4.7 社会和委托人考虑 …… 57

4.8 投资银行的角色 …… 58

4.9 其他并购参与者 …… 58

4.10 公平意见 …… 58

4.11 收购 …… 59

4.12 尽职调查和文件准备 …… 61

4.13 交易终止费 …… 61

4.14 可供选择的出售方式 …… 62

4.15 跨国交易 …… 63

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

4.16 免税重组 …… 64
4.17 公司重组 …… 64
4.18 收购防御 …… 65
4.19 风险套利 …… 66
4.20 估值 …… 66
习题 …… 81

第5章 交易 …… 83
5.1 客户交易 …… 83
5.2 权益交易 …… 85
5.3 FICC 交易 …… 89
5.4 做市 …… 93
5.5 自营交易 …… 96
5.6 风险监测和控制 …… 97
5.7 风险价值 …… 97
习题 …… 98

第6章 资产管理、财富管理和研究 …… 99
6.1 资产管理 …… 99
6.2 财富管理 …… 101
6.3 研究 …… 103
习题 …… 106

第7章 信用评级机构、交易所、清算和结算 …… 107
7.1 信用评级机构 …… 107
7.2 交易所 …… 111
7.3 场外交易市场 …… 113
7.4 清算和结算 …… 114
习题 …… 116

第8章 国际投资银行业务 …… 117
8.1 欧洲市场 …… 117
8.2 日本金融市场 …… 118
8.3 中国金融市场 …… 119
8.4 新兴金融市场 …… 122
8.5 全球首次公开发行市场 …… 125
8.6 美国存托凭证 …… 129
8.7 标准化的国际财务报告 …… 130
8.8 国际投资者 …… 130
习题 …… 131

第9章 可转换证券和华尔街创新 …… 132
9.1 可转换证券 …… 132
9.2 华尔街创新 …… 137
9.3 日经认沽权证 …… 138
9.4 加速股票回购计划 …… 143
习题 …… 145

第10章 投资银行业的职业、机遇与挑战 …… 146
10.1 投资银行 …… 146
10.2 交易和销售 …… 148
10.3 私人财富管理 …… 151
10.4 资产管理 …… 151
10.5 研究 …… 152
10.6 直接投资 …… 152
10.7 投资银行的其他职能 …… 153
10.8 投资银行业的机遇与挑战 …… 153
习题 …… 165

第二篇 对冲基金与私募股权投资

第11章 对冲基金概述 …… 168
11.1 杠杆 …… 169
11.2 增长 …… 170
11.3 投资者的构成 …… 173
11.4 行业集中度 …… 173
11.5 业绩 …… 174
11.6 2008 年的衰退 …… 177
11.7 市场流动性和有效性 …… 179
11.8 金融创新 …… 180
11.9 非流动性投资 …… 181

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

11.10　锁定、门、侧袋 …………… 181
11.11　与私募股权投资基金和共同基金的比较 ………………… 182
11.12　高水位线和最低收益率 …… 183
11.13　公开发行………………………… 183
11.14　基金中的基金 ……………… 184
习题 ………………………………………… 185

第 12 章　对冲基金投资策略 ………… 187
12.1　权益关联策略 ………………… 188
12.2　宏观策略 ……………………… 190
12.3　套利策略 ……………………… 191
12.4　事件驱动策略 ………………… 196
12.5　小结 ……………………………… 202
习题 ………………………………………… 206

第 13 章　股东积极主义及对公司治理的影响 ………………… 208
13.1　以股东为中心的公司治理与以董事为中心的公司治理 ……… 209
13.2　积极策略对冲基金的业绩 …… 211
13.3　积极策略对冲基金的积聚策略 ……………………………… 212
13.4　CSX 和 TCI ………………… 213
13.5　有利于股东积极主义者的改变 ……………………………… 215
13.6　丹尼尔・勒布和 13D 信函 … 216
13.7　雷曼兄弟的艾琳・卡兰和绿光资本的大卫・艾因霍恩 ……… 217
13.8　卡尔・伊坎和雅虎 …………… 217
13.9　比尔・阿克曼和麦当劳、温迪、赛瑞迪恩、塔吉特、MBIA … 219
13.10　小结………………………………… 221
习题 ………………………………………… 222

第 14 章　风险、监管和组织结构 …… 223
14.1　投资者风险 …………………… 223
14.2　系统风险 ………………………… 225
14.3　监管 ……………………………… 228
14.4　组织结构 ………………………… 230
习题 ………………………………………… 232

第 15 章　对冲基金的挑战与业绩 …… 234
15.1　对冲基金的业绩 ……………… 234
15.2　基金中的基金 ………………… 237
15.3　绝对收益 ………………………… 238
15.4　重新审视优势 ………………… 239
15.5　透明度 …………………………… 239
15.6　费用 ……………………………… 240
15.7　高水位线 ………………………… 240
15.8　寻找收益 ………………………… 241
15.9　未来趋势 ………………………… 241
15.10　业务的融合 ………………… 242
习题 ………………………………………… 245

第 16 章　私募股权投资概述 ………… 246
16.1　私募股权投资交易的特征 …… 247
16.2　私募股权投资交易的目标公司 ……………………………… 247
16.3　私募股权投资交易的参与方 …… 248
16.4　私募股权投资基金的结构 …… 249
16.5　私募股权投资交易的资本化 ……………………………… 250
16.6　管理资产额 …………………… 252
16.7　历史 ……………………………… 253
16.8　过桥融资 ………………………… 254
16.9　低门槛贷款和实物支付 ……… 254
16.10　俱乐部交易和存根权益 …… 255
16.11　与管理层合作 ……………… 256
16.12　杠杆性资本重组 …………… 257
16.13　私募股权投资二级市场 …… 258
16.14　基金中的基金 ……………… 259
16.15　私募股权投资的上市 ……… 259

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

16.16 金融服务崩溃对私募股权投资的影响 …… 261
习题 …… 266
第17章 杠杆收购的财务模型 …… 268
17.1 确定可用于偿债的现金流和债务来源 …… 269
17.2 确定金融发起人的内部收益率 …… 271
17.3 确定收购价格和出售价格 …… 272
17.4 杠杆收购法的例子 …… 272
17.5 后信贷危机时代的杠杆收购 …… 287
习题 …… 287
第18章 私募股权投资对公司的影响 …… 288
18.1 私募股权所有公司：管理与效率 …… 288
18.2 私募股权所有公司失败案例 …… 289
18.3 私募股权投资收购协议失败 …… 290
18.4 2006～2007年私募股权投资收购的组合公司 …… 291
18.5 私募股权投资的增值服务 …… 302
18.6 完成私募股权投资交易的商业逻辑 …… 302
18.7 私募股权所有制成为公司治理新模式 …… 303
18.8 私募股权投资对公司的影响 …… 304
习题 …… 306
第19章 组织结构、报酬、监管及有限合伙人 …… 307
19.1 组织结构 …… 307
19.2 报酬 …… 310
19.3 监管 …… 313
19.4 有限合伙人 …… 315
习题 …… 318
第20章 私募股权投资的挑战与机遇 …… 319
20.1 私募股权投资上市公司 …… 319
20.2 权益收购 …… 320
20.3 困境资产 …… 320
20.4 并购顾问 …… 320
20.5 资本市场活动 …… 321
20.6 对冲基金与房地产投资 …… 322
20.7 2008年的损失与未来展望 …… 322
20.8 繁荣与萧条的周期 …… 322
20.9 附属基金 …… 323
20.10 有限合伙人赎回 …… 323
20.11 风险因素 …… 323
20.12 亚洲私募股权投资活动 …… 324
20.13 战略合作 …… 325
20.14 私募股权投资机构首次公开发行 …… 325
20.15 关注组合公司 …… 328
20.16 私募股权投资机构比较 …… 329
20.17 凯雷集团简介 …… 333
20.18 未来的挑战与机遇 …… 335
20.19 展望 …… 335
习题 …… 336
第21章 中国的私募股权投资 …… 337
21.1 私募股权投资对中国的社会影响 …… 337
21.2 私募股权投资对中国的经济影响 …… 337
21.3 行业前景和挑战 …… 340
21.4 国际私募股权投资机构的投资和募集活动 …… 344
21.5 尽职调查 …… 346
21.6 估值和收益 …… 347

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

21.7 退出 …………………………… 347
21.8 中国私募股权投资案例 ……… 348

第三篇
案例研究

2008 年的投资银行业（上）：贝尔斯登的兴衰 ……………………… 352
2008 年的投资银行业（下）：美丽新世界 …………………………… 371
自由港麦克莫伦铜金矿公司：并购融资 ……………………………… 385
吉列最好的交易：宝洁收购吉列 …… 398
两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿 … 411
凯马特、西尔斯和 ESL：从对冲基金到世界顶尖零售商之路…………… 425
麦当劳、温迪和对冲基金：汉堡对冲？对冲基金股东积极主义行动及对公司治理的影响 …………………… 442
保时捷、大众汽车和 CSX：汽车、火车与衍生品 ……………………… 462
玩具反斗城杠杆收购 …………………… 470
博龙和美国汽车工业 …………………… 488

阅读书目 ………………………………… 501
参考文献 ………………………………… 503

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

P 第一篇 ART1

投资银行

第 1 章　投资银行概述

第 2 章　投资银行业监管

第 3 章　融资

第 4 章　并购

第 5 章　交易

第 6 章　资产管理、财富管理和研究

第 7 章　信用评级机构、交易所、清算和结算

第 8 章　国际投资银行业务

第 9 章　可转换证券和华尔街创新

第 10 章　投资银行业的职业、机遇与挑战

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

第 1 章　投资银行概述

本章内容可与以下案例互作参考："2008 年的投资银行业（上）：贝尔斯登的兴衰"和"2008 年的投资银行业（下）：美丽新世界"。

全球金融危机的爆发始于 2007 年年中，在此前的 20 年间，投资银行业发生了显著的变化，市场力量推动投资银行从传统的扮演顾问和中介职能承担低风险的角色，转变为代表自身及其客户承担高风险的角色。2008 年，这种高风险承担和高杠杆率改变了整个投资银行业，随着若干家大型金融机构的倒闭，巨额交易损失创下了历史纪录，同时所有大型金融机构都不得不重新架构自己的业务。

金融危机造成的住房抵押贷款类资产、不良贷款和收入锐减给投资银行带来了巨额损失，风险承担业务活动也随之减少。这导致整个行业都致力于降低杠杆率，并新发行了一系列权益资本。2008 年年末，总部位于美国的五家"纯粹"的投资银行（即不经营吸收存款业务，区别于既经营投资银行业务，也吸收存款和其他业务的"综合型"银行，例如摩根大通）经历了剧变：高盛和摩根士丹利转型为银行控股公司；为避免贝尔斯登破产，美国联邦储备委员会（以下简称美联储）将其出售给摩根大通；雷曼兄弟提出政府救援的请求被美联储和美国财政部拒绝后，申请了破产保护；为了避免类似的破产，美林同意出售给美国银行（见专栏 1-1）。

直到 1999 年，经营吸收存款业务的美国银行（商业银行/零售银行）都是被禁止从事投资银行业务的。《格拉斯 – 斯蒂格尔法案》即《1933 年银行法》对此做出了规定。该法案是在 1929 年股市大崩盘后，为保护存款人的资产而颁布的。1999 年，《格雷姆 – 里奇 – 比利雷法案》废除了投资银行和商业银行分业经营的规定，推动了总部设在美国的综合型投资银行的形成，如摩根大通、花旗集团和美国银行。赞成合并这两种银行业务的两个主要理由是：①可以为这些银行提供一个更加稳定的、反周期业务模式；②使得美国的银行与其他不受《格拉斯 – 斯蒂格尔法案》限制的国际银行（如瑞银、瑞信和德意志银行）更好地开展竞

专栏 1-1

纯粹/不吸收存款投资银行的变化

- 贝尔斯登：2008 年 3 月 16 日出售给摩根大通。①
- 雷曼兄弟：2008 年 9 月 14 日申请破产保护。
  - 2008 年 9 月 16 日将美国业务出售给巴克莱。
  - 2008 年 9 月 22 日将部分欧洲和亚洲业务出售给野村证券。
- 美林：2008 年 9 月 14 日出售给美国银行。②
- 高盛：2008 年 9 月 21 日转型为银行控股公司。
- 摩根士丹利：2008 年 9 月 21 日转型为银行控股公司。

① 在 2008 年 3 月 24 日修订后的协议中，将原来每股 2 美元的价格提高到每股 10 美元。

② 公告日期，2009 年 1 月 1 日达成协议。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

争。因此，1998 年由花旗银行和旅行者集团合并而成的花旗集团，也不必再为了符合联邦政府法规而剥离原隶属于旅行者集团的投资银行所罗门兄弟。摩根大通和美国银行跟随花旗集团业务合并的脚步，陆续变成了综合型投资银行。这些综合型银行从“纯粹”投资银行中雇用了许多专业人士，并卓有成效地利用其借贷平台的贷款能力，迅速拓展了广阔的投资银行业务领域，获取了投资银行市场份额。

1.1 后危机时期的全球投资银行机构

2009 年幸存下来的兼营投资银行业务和吸收存款业务并在世界范围内经营的九大全球机构包括：摩根大通、美国银行、花旗集团、瑞信、瑞银、德意志银行、巴克莱、高盛和摩根士丹利。表 1-1 ~ 表 1-4 总结了这九大机构的财务业绩、财务状况和市值。

表 1-1 财务业绩

公司	2008 年净收入（单位：100 万美元）	2008 年净利润（单位：100 万美元）①	2008 年净资产收益率（ROE，%）②	2008 年账面价值比③	2009 年年中净利润（单位：美元）
美国银行	72 782	4 008	1.80	1.4	7 471
巴克莱④	42 420	9 703	12.00	1.1	3 481
花旗集团	52 793	(32 094)	-47.70	1.2	6 081
瑞信⑤	10 009	(7 118)	-24.00	1.5	3 184
德意志银行⑥	19 830	(5 637)	-12.50	1.0	3 006
高盛	22 222	2 322	4.30	1.0	5 249
摩根大通	67 252	3 699	2.20	1.6	4 862
摩根士丹利	24 739	1 807	5.30	0.6	(345)
瑞银⑤	4 096	(19 372)	-64.30	1.5	(2 627)

① 利润不包括已终止经营的业务和非正常利润。
② 净资产收益率是普通股股东通过持续经营性业务获得的净收入除以普通股股东权益，不包括非正常利润。
③ 根据商誉和无形资产调整的普通股股东权益的账面价值，2008 年 12 月 31 日的市值。
④ 按 2008 年平均 1.84 的英镑/美元比例和 2009 年上半年平均 1.49 的英镑/美元比例计算。
⑤ 按 2008 年平均 0.93 的法郎/美元比例和 2009 年上半年平均 0.89 的法郎/美元比例计算。
⑥ 按 2008 年平均 1.47 的欧元/美元比例和 2009 年上半年平均 1.33 的欧元/美元比例计算。
资料来源：Respective 2008 10-K and 1H-2009 10-Q filings.

表 1-2 财务状况

公司	信用评级①	2008 年总资产（单位：100 万美元）	2008 年平均日风险价值（单位：100 万美元）②	雇员总数
美国银行	AA -	1 817 943	111	243 000
巴克莱③	AA -	2 971 027	798	156 000
花旗集团	A	1 938 470	292	326 900
瑞信④	A	1 108 181	163	47 800
德意志银行⑤	A +	3 104 190	179	80 456
高盛	A	884 547	180	30 067
摩根大通	A +	2 175 052	202	228 452

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

公司	信用评级[1]	2008 年总资产（单位：100 万美元）	2008 年平均日风险价值（单位：100 万美元）[2]	雇员总数
摩根士丹利	A	658 812	135	46 964
瑞银[4]	A +	1 907 788	347	77 783

① 标准普尔对 2008 年各公司年报中的长期负债评级。
② 巴克莱、高盛和摩根士丹利的平均日风险价值（VaR）基于 95% 的置信度计算，而其他则基于 99% 的置信度。
③ 按 2008 年 12 月 31 日 1.45 的英镑/美元比例计算资产；VaR 按平均 1.84 的英镑/美元比例计算。
④ 按 2008 年 12 月 31 日 0.95 的法郎/美元比例计算资产；VaR 按平均 0.92 的法郎/美元比例计算。
⑤ 按 2008 年 12 月 31 日 1.41 的欧元/美元比例计算资产；VaR 按平均 1.46 的英镑/美元比例计算。
资料来源：Respective 2008 10-K filings.

表 1-3 杠杆率和平均净资产收益率（ROE）

公司	杠杆率（资产/权益）				平均 ROE[1]
	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年年中	2004 ~ 2008 年（%）
美国银行	10.8	11.7	10.3	10.0	13.2
巴克莱[2]	39.2	41.4	49.8	41.0	17.6
花旗集团	15.7	19.3	13.7	12.1	3.8
瑞信	28.8	31.5	36.2	30.1	12.6
德意志银行[2]	34.3	50.8	71.7	50.5	9.7
高盛	23.4	26.2	13.7	14.2	21.9
摩根大通	11.7	12.7	13.0	13.1	8.3
摩根士丹利	31.7	33.4	13.0	14.5	13.8
瑞银[2]	48.2	61.7	61.9	47.7	-1.1

① ROE：普通股股东通过持续经营性业务获得的净收入除以普通股股东权益。
② 巴克莱、德意志银行和瑞银的财务报告根据国际财务报告准则制作。其他所有银行则是依据美国公认会计准则。国际财务报告准则和美国公认会计准则的显著差别在于衍生品、非衍生性营业资产和反向回购/借入有价证券的说明。前者给出了总值，而后者给出的是净值。举个例子，如果根据美国公认会计准则净效益计算会计方法，德意志银行在 2008 年年底的总资产要从 22 002 亿欧元降为 10 300 亿欧元。按照美国公认会计准则中净额结算规定调整（加上一些额外的细微调整）后的德意志银行目标杠杆率的定义，2008 年 12 月调整后的净资产除以调整后的权益比率之值为 28。
资料来源：Respective 10-K and 10-Q filings; Deutsche Bank roadshow presentation from February 19-20, 2009.

表 1-4 股价和市值

公司	2007 年年中股价[1]	2008 年年底股价[2]	变化（%）	2009 年年中股价[3]	2009 年年中市值
美国银行	48.89	14.08	-71	13.20	114 200
巴克莱	55.79	9.80	-82	18.44	50 839
花旗集团	51.29	6.71	-87	2.97	16 358
瑞信	70.96	28.26	-60	45.73	54 181
德意志银行	144.74	40.69	-72	61.00	37 704
高盛[4]	216.75	84.39	-61	147.44	77 391
摩根大通	48.45	31.53	-35	34.11	133 851

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

公司	2007 年年中股价[1]	2008 年年底股价[2]	变化（%）	2009 年年中股价[3]	2009 年年中市值
摩根士丹利[4]	69.37	16.04	-77	28.51	38 751
瑞银	60.01	14.30	-76	12.21	39 492

① 2007 年 6 月 29 日的收盘价格。
② 2008 年 12 月 31 日的收盘价格。
③ 2009 年 6 月 30 日的收盘价格。
④ 摩根士丹利和高盛曾经是“纯粹”的投资银行，但由于其转变为银行控股公司，因此现在一般被当作综合型投资银行。

资料来源：Respective 1H-2009 10-Q filings; share price data provided by Commodity Systems Inc.

1.2 其他投资银行机构

除了这九大全球性投资银行外，其他大型银行在区域市场上也进行着激烈竞争，甚至在某些国家的投资银行市场份额超过九大投资银行。这些大型区域性投资银行包括汇丰、法国兴业银行、法国巴黎银行、加拿大帝国商业银行、三菱日联金融集团、三井住友银行、瑞穗金融集团、野村证券和麦格理。其他经营投资银行业务的小型机构被称为精品投资银行。精品投资银行主营并购业务，尽管有些还提供其他额外服务，例如付费财务重组、资金管理或直接投资等业务。零售经纪公司是指那些只在为个人客户提供股票和债券投资方面与大型投资银行竞争的证券公司，它们一般不经营全面的投资银行业务。表 1-5 列出了分属于不同竞争领域的投资银行。

表 1-5 投资银行

全球性投资银行	大型区域性投资银行	精品投资银行	零售经纪公司[1]
• 美国银行	• 法国巴黎银行	• 广点证券	• 嘉信理财
• 巴克莱	• 加拿大帝国商业银行	• 艾维克合伙人公司	• 联邦金融网络
• 花旗集团	• 汇丰	• 格林希尔	• E*Trade
• 瑞信	• 麦格理	• 华利安诺基	• 爱德华琼斯
• 德意志银行	• 瑞穗金融集团	• 杰富瑞	• 美国利普乐金融集团
• 高盛	• 三菱日联金融集团	• Keefe, Bruyette&Woods	• 皇家保险
• 摩根大通	• 野村证券	• 拉扎德	• 史考特证券
• 摩根士丹利	• 加拿大皇家银行	• Moelis & Co.	• 美国贸易控股公司
• 瑞银	• 苏格兰皇家银行	• PerellaWeinberg Partners	
	• 法国兴业银行	• 罗斯柴尔德	
	• 渣打银行	• 布莱尔公司	
	• 三井住友银行		
	• 美国富国银行		

① 零售经纪公司一般不提供全面的投资银行产品和服务。

1.3 投资银行的业务

尽管每家投资银行所采用的经营策略不尽相同，但大部分大型投资银行的基础业务都包括：①由投资银行部负责的投资银行业务。投资银行部主要负责企业客户的融资和并购顾问业务，政府客户融资业务。②由交易部负责的销售与交易业务。交易部为机构投资者提供投资、中介和风险管理服务，研究，以及非客户投资活动。③由资产管理部负责的资产管理业务，资产管理部负

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

责为个人和机构投资客户管理资金（见专栏 1-2）。

专栏 1-2　投资银行的主要业务

投资银行业务

- 为企业和政府融资
  - 债务
  - 权益
  - 可转换证券
- 为并购交易提供顾问

交易业务

- 客户交易
  - 作为中介代表投资客户出售和交易证券以及其他金融资产。
  - 经营两种业务单元：①权益；②固定收益、货币和大宗商品[1]。
  - 为投资客户提供研究
- 自营交易和直接投资[2]
  - 公司发起的影响自营账户但不涉及投资客户的投资活动。
  - 采取类似对冲基金和私募股权投资基金的投资方式对权益（公募和私募）、债务、可转换证券和衍生品进行投资。

资产管理业务

- 为个人和机构客户提供权益、固定收益、另类投资及金融市场的投资产品和服务。
- 和客户联合投资于对冲基金、私募股权投资和房地产基金等另类投资产品。

① 固定收益是指会定期产生一定（或固定）收入的投资，例如债券；货币是指外汇；大宗商品主要指能源和金属等商品。

② 在有些机构，直接投资归为投资银行业务。

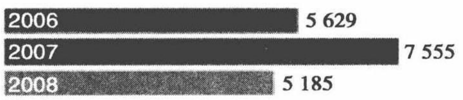
在九家大型全球性投资银行中，高盛和摩根士丹利是两家业务专注度更高的典型投资银行。在转变为银行控股公司后，这两家银行除经营上述业务外，还新近增加了吸收存款业务。然而，这两家银行并不参与其他全球银行经营的大多数非投资银行业务。摩根大通和巴克莱是业务范围比较大的金融机构的典型代表，它们不仅经营投资银行业务还经营非投资银行业务。专栏 1-3 和图 1-1 是高盛和摩根大通的主要业务概览。

专栏 1-3　高盛的业务部门

投资银行

我们为各种类型的企业、金融机构、投资基金、政府机构和个人提供广泛的投资银行服务。

投资银行业务净收入
（单位：100万美元）



交易和直接投资

我们帮助客户与不同类型的企业、金融机构、投资基金、政府机构和个人进行交易，并在固定收益和权益产品、货币、大宗商品和衍生品等产品的做市、交易和投资中占有专业地位。此外，我们还参与股票和期权交易所的做市与专家活动，熟知世界各地主要的股票、期权和期货交

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

易所的客户交易。为了与商人银行业务和其他投资活动衔接，我们还通过募集和管理的基金进行直接投资。

交易和直接投资业务净收入
（单位：100万美元）



资产管理和证券服务

我们为世界各地不同类型的机构和个人提供所有重要资产种类的投资顾问和理财计划服务，并提供投资产品（主要通过独立管理账户和组合投资工具，例如共同基金和私募股权投资基金），为对冲基金、共同基金、养老金、基金会等机构客户提供大宗经纪服务、融资和融券服务。

资产管理和证券服务业务净收入
（单位：100万美元）



资料来源：Extracted from Goldman Sachs 2008 Annual Report.



图 1-1 摩根大通的业务部门

资料来源：Extracted from JPMorgan Chase 2008 Annual Report.

1.4 投资银行部

投资银行的投资银行部负责帮助企业在公开资本市场和私募资本市场募集资金，对已有资本进行风险管理，或完成一项并购交易。此外，某些机构的投资银行部逐渐通过直接投资于企业权

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

益与债务证券或贷款给企业客户来提供融资。最后，这个部门还可以帮助政府机构融资和管理风险。在投资银行部工作的人被称为“银行家”，他们会被分配到某个产品组或者某个客户关系组工作（见图1-2）。两个主要的产品组是并购和资本市场。在并购产品组，银行家会按照行业来划分（在有些投资银行，他们会在某个行业群组工作）。在资本市场组，银行家通过其在债务资本市场或权益资本市场工作来进行划分。客户关系组银行家一般都会被安排到行业群组，主要集中在以下行业：医疗保健、消费、工业、零售、能源、化工、金融机构、房地产、金融发起人、传媒/电信、技术和公共财政以及其他（见表1-6）。专栏1-4总结了摩根士丹利投资银行部的产品群组。

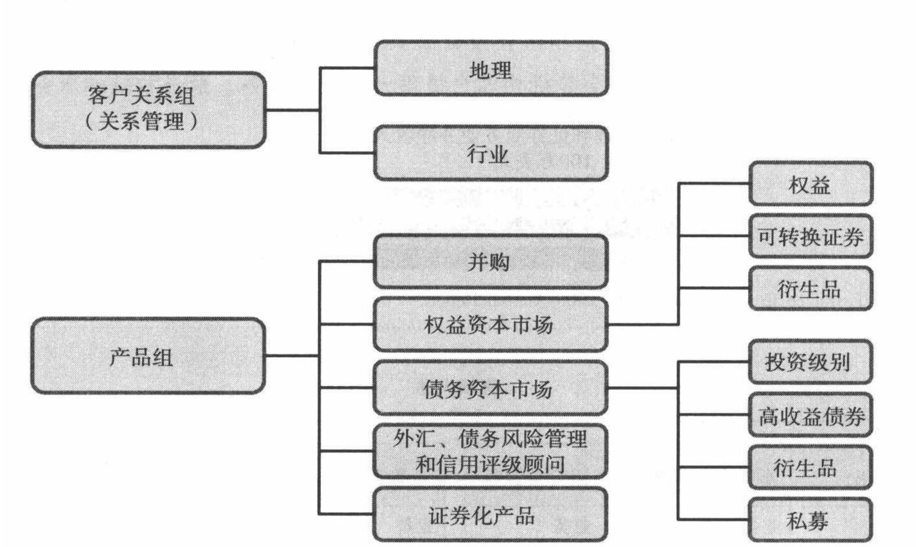


图1-2 投资银行部

表1-6 摩根士丹利行业群组

原材料	工业
消费品	电力和公用设施
通信	房地产
能源	零售
金融机构	技术
金融发起人	交通
医疗保健	

资料来源：*Industry and Regional Coverage*. Morgan Stanley. Web. 25 Aug, 2009.

专栏1-4 摩根士丹利的产品群组

并购

摩根士丹利的并购部门为最具挑战性的客户业务设计并实施具有创新性和个性化的解决方案。并购团队的国内和国际交易活动包括收购、资产剥离、兼并、合资、企业重组、资本重组、资产分拆、交换收购、杠杆收购、收购防御和股东关系处理。摩根士丹利利用其在全球行业、地区和金融产品方面的丰富经验帮助客户实现短期和长期的战略目标。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

全球资本市场

摩根士丹利的全球资本市场部（GCM）针对客户对资本的需求为其提供市场决策和建议。无论是首次公开发行、债务发行还是杠杆收购，GCM 都能汇集销售、交易和投资银行部门的专家，为客户提供无缝对接的建议和精致的解决方案。我们生产、设计并发行一系列公募和私募证券：权益、投资级别和非投资级别的债券以及相关产品。GCM 凭借其崭新的思维模式和分销能力，帮助客户在每个主要市场上将交易价值最大化。GCM 还不断致力于开发资本市场解决方案以帮助客户降低战略、操作、信用和市场风险。

证券化产品部

证券化产品部（SPG）在世界范围内开展大量的业务活动，包括建构、承销和交易抵押证券。SPG 能够活跃市场并在现金市场和综合市场上的资产支持证券、个人住房抵押贷款支持证券、商业贷款支持证券和担保债务凭证等全系列交易中占据独有地位。此外，SPG 还通过融通渠道和贷款购买交易发起商业住房抵押贷款和住宅贷款，并为客户提供证券化机会建议。SPG 集中了摩根士丹利固定收益和投资银行部门的融资、资本市场、交易与研究专家，为客户提供最优质的证券化金融服务。

资料来源：*Product Overview Services*. Morgan Stanley. Web. 25 Aug. 2009.

1.4.1 客户关系银行家

行业团队要求其银行家必须成为了解特定公司战略目标和融资目标的业内顶级专家。这些银行家帮助首席执行官（CEO）和首席财务官（CFO）解决诸如如何提高股东价值等企业战略问题，这有可能会引起客户出售公司或收购其他公司的并购交易。这些银行家还帮助企业达到最优化的资本结构，使其在资产负债表上保持合适的现金和负债。在此过程中，可能会发生发行权益或债务，或回购发行在外证券等资本市场交易。简而言之，客户关系银行家在深入了解客户企业存在的问题和目标（在企业自身行业环境下）后，全面利用投资银行的资源以帮助客户。他们是关键的客户关系管理者，为投资银行的企业客户提供了一个集中的沟通点。

在为企业客户执行融资或并购交易的时候，客户关系银行家和产品银行家通常会进行合作。客户关系银行家可能还会为企业客户介绍其他投资银行服务，包括风险管理、与利率相关的对冲顾问、能源或外汇风险管理、信用评级顾问和公司重组顾问等。在这些产品领域中（与资本市场和并购相比，这些领域是个较小的收入来源）都有相应的产品银行家。有时，如果一项交易与客户最优利益相冲突时，客户关系银行家的作用就是鼓励客户放弃这项交易。银行家的使命就是成为客户信任的顾问，完成合适的交易以最大化股东价值且最小化企业风险。

为了给企业客户带来帮助，银行家应先与企业的 CEO 和 CFO 建立良好关系，继而与企业的发展部门和财务部门建立关系。企业发展部门一般向 CFO 汇报工作，但有时会直接向 CEO 汇报。他们的职能就是识别、分析和执行诸如并购或资产剥离等战略交易。企业财务部门会向 CFO 汇报工作，致力于达到并保持合适的现金，最优化企业资本结构，并对企业的资产负债表进行风险管理。这个部门同时还负责企业与信用评级机构的关系。图 1-3 总结了客户关系银行家为企业客户提供投资银行产品和服务的模板。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

有时，投资银行的客户更喜欢让工作地点离他们近的银行家为他们服务。因此，一些客户关系银行家会根据地理而不是行业来分配。每家投资银行都会为了满足客户偏好和提高银行运营效率而对行业关系和地理关系的银行家进行协调。

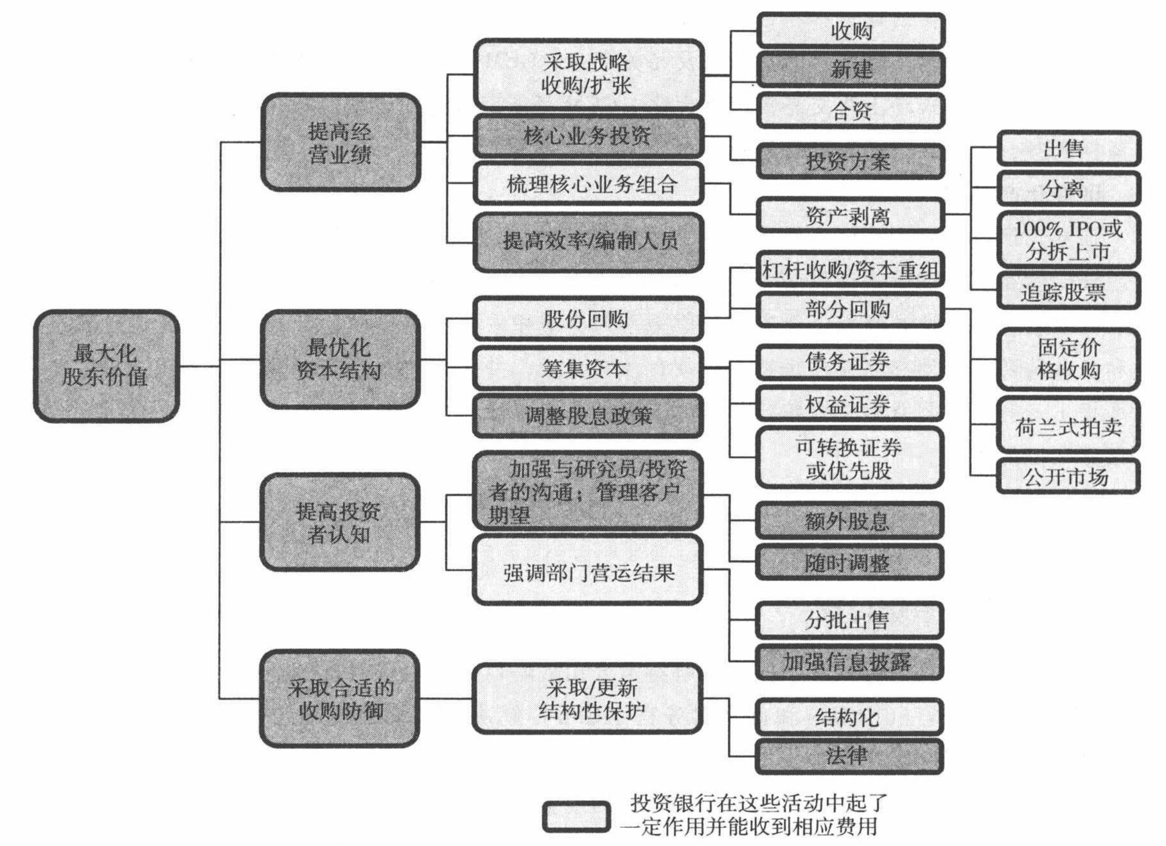


图 1-3 投资银行家模板①

① 为了促进并购交易，有些投资银行会与企业客户联合投资。

1.4.2 资本市场组

资本市场组由专注于权益资本市场或债务资本市场的银行家所组成。⊖在有些投资银行，这两个工作组会互相协作，并向同一位主管所有资本市场交易业务的人汇报。而在另一些银行，这两组人员分别向不同的人汇报，且彼此之间独立运转。资本市场组要么是投资银行部与交易部组成的一个联合部门，要么是投资银行部下属的一个独立部门。当发行人需要融资时，通常会与一个由客户关系银行家和资本市场银行家组成的团队合作。资本市场银行家联合交易部门的专业销售和交易员通过决定交易价格、交易时间、交易规模和其他方面事项开展融资。销售和交易员负责设计符合投资客户需求的产品（见图 1-4）。

⊖ 银行可能会将资本市场组划分得更细，例如，增加一个与债务资本市场不同的杠杆融资群组。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

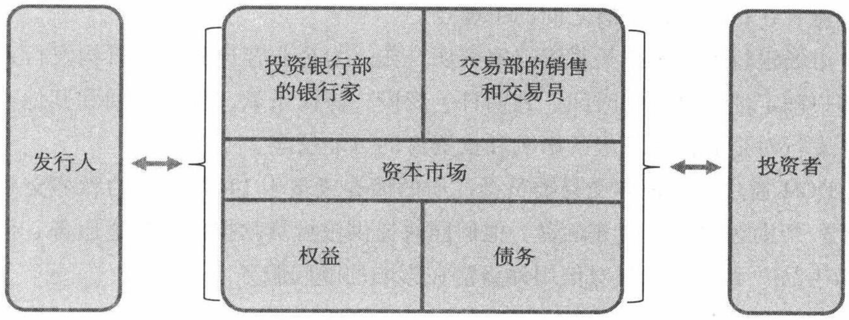


图 1-4 资本市场组

1. 权益资本市场

权益资本市场（ECM）由那些专门从事普通股发行、可转换证券发行和权益衍生品的银行家所组成。普通股发行包括首次公开发行，首次公开发行后公司重返资本市场发行普通股的后续增发，为希望出售“大宗”普通股的公司主要股东进行的并且发行收入归属出售股东而不是公司的二次发行以及私募配售（无须在监管机构注册）。可转换证券（参见第 3 章和第 9 章）通常是可以转换（强制转换或投资者要求转换）成一定数量普通股的债券或优先股，其中，普通股为同一发行人发行的股票。权益衍生品是指公司通过期权或远期合约等筹集或赎回权益资本，或对冲权益风险的金融工具。

权益资本市场银行家与客户关系银行家密切合作，为这些权益相关产品确定合适的企业目标。在帮助企业客户确定权益融资之后，ECM 承担执行交易的主要责任。为了确定客户群（包括机构投资者和个人投资者）的投资期望，还需要与交易部门的销售和交易员紧密协调合作。实际上，ECM 必须协调投资银行部期望以最高价出售证券的发行客户和交易部期望以最低价买入证券的客户之间的关系。这也给 ECM 银行家一个很大的挑战，即必须谨慎、灵活地平衡利益冲突并设计最优的权益证券。

在开始一项交易之前，权益资本市场银行家和客户关系银行家需要和他们的企业客户共同考虑很多问题，诸如对信用评级的影响，投资银行是否会“购买”新股（银行的转售价格风险），通过中介出售（发行人的价格变动风险）等。此外，他们关注资本结构影响（包括资本成本）、稀释后每股收益、对股价的可能影响、股东的感受、募集资金用途。如果新股是“公开发售证券”且发行人是美国公司，还需根据美国证券交易委员会的要求注册。要完成这个过程可能需要几个星期甚至几个月，时间的长短取决于市场动态和监管者可能提出的其他问题。

2. 债务资本市场

债务资本市场（DCM）的银行家主要关注企业和政府机构的债务融资。可以将他们的客户群组分成两个类别：投资级别发行人和非投资级别发行机构。投资级别发行人的信用等级应至少由一个主要信用评级机构评级并处于较高水平（穆迪 Baa 或更高评级，标准普尔 BBB - 或更高评级）。非投资级别发行人的信用评级比较低，其发行的债务有时会被称为“垃圾债券”或“高收益债券”。

债务资本市场银行家处在企业或政府机构发行人（投资银行部的银行家保持关系）和投资者（由交易部的销售员提供服务）的中间位置。他们的职能就是在促进沟通和执行交易的同时，寻

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

找发行人和投资者在目标价格矛盾之间的平衡点。

债务资本市场银行家与客户关系银行家密切合作，为企业客户和政府机构发行人设定合适的目标，帮助客户确定债务融资的时间、到期日、规模、协议条款、提前赎回和其他方面。最重要的是确定债务发行对企业信用评级的影响和投资者的可能反应。

在美国，DCM 通过美国证券交易委员会注册的债券或基于 144A 规则的私募交易（仅限于合格机构投资者）帮助客户进行债务融资。他们同时提供银行贷款担保的管道服务、债务风险管理服务（通过衍生品）和债务发行对信用评级潜在影响的顾问服务。

1.4.3 并购团队

在有些投资银行，并购（M&A）团队是独立于客户关系团队的，但在另一些银行中，二者是合并的。不管是何种模式，大部分银行家都是某个或多个行业的专家。在一些银行，资本市场团队由投资银行部和交易部联合运营。与资本市场团队不同，并购团队通常隶属于投资银行部。

并购团队的主要服务包括：①“卖方”交易，包括整个企业的出售、兼并，或者企业某个部门（或资产）的处理；②“买方”交易，包括整个企业或企业某个部门（或资产）的收购；③重构和重组交易，有时是为了增加股东价值而对企业业务进行分拆，有时是为了避免破产或促进出售交易而对企业资本结构进行重大重组；④恶意收购防御顾问服务（见表 1-7）。

表 1-7 并购服务

卖方	• 出售、兼并或部门处理 • 交易完成的可能性较高，因此处于最高优先级
买方	• 企业收购 • 交易完成的可能性较低，因此处于较低优先级
对等兼并	• 资产市值对等公司之间的兼并
合资	• 两家公司共同出资成立一个新的实体，双方共同经营其经济业务
公开市场分拆	• 包括股权分离、资产分拆和追踪股票 • 与权益资本市场团队协调进行交易
恶意收购防御	• 收购防御：对恶意收购提案进行防御 • 收购防御建议：对恶意收购提供防御建议 • 给恶意收购者的建议：在恶意收购前给予收购者灵活的战略性建议

参见第 4 章关于这些服务的详细描述。

并购银行家都具备高超的估值分析和沟通技巧，他们经常同企业的 CEO、CFO 以及企业发展团队共同工作。但一般只有在交易成功完成的情况下，并购银行家才能取得相应的收入（尽管在作为买方、进行重组和防御顾问服务的情况下，并购可能会在服务期间向客户收取一定的前期费用）。

1.5 交易部门

交易部门主要负责：①所有与包括金融机构、投资基金、企业和政府机构资金管理部门在内的机构投资者进行投资相关的业务；②在固定收益和权益产品、货币、大宗商品和衍生品中持有

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

头寸；③交易所的做市及清算活动；④直接的或通过所管理基金的直接投资。该部门主要运营三个不同的业务领域：固定收益、货币和大宗商品，权益，直接投资。在某些投资银行，直接投资由其他部门执行。交易部门还为投资客户提供宏观经济、固定收益、大宗商品和权益方面的研究（参见第6章有关研究职能和监管历史的内容）。

1.5.1 固定收益、货币和大宗商品

固定收益、货币和大宗商品（FICC）进行政府债券、企业债券、住房抵押贷款类证券、资产支持证券、货币与大宗商品（以及所有与这些产品相关的衍生品）的做市和交易。在某些机构，FICC也参与特定企业和政府机构借款客户贷款条款的制定（配合投资银行部的工作）。FICC的业务还涉及相同产品领域的自营（非客户）交易。在FICC客户相关领域的工作人员一般是为产品定价并持有风险头寸的交易员，或是为了促进产品购买和出售而向投资者提供交易建议并告知投资者交易价格的销售员。

1.5.2 权益

权益部门在银行客户相关的活动中进行权益、权益相关产品与衍生品的做市和交易。这个部门在全球股票、期权和期货交易所从执行和清算客户交易业务中取得手续费收入。权益部门还在相同的产品领域参与自营交易（非客户）。同FICC一样，权益部门客户相关领域的工作人员均是交易员或销售员。

一般来说，投资银行还有一项大宗经纪业务，为对冲基金客户和其他现金管理者提供诸如融资融券（提高杠杆效率）、资产托管和交易清算与结算等捆绑式服务。大宗经纪商为基金管理人进行证券结算、报告和融资提供了一个中心汇集点，同时基金管理人还能够与其他经纪人进行交易。尽管大宗经纪业务在设立之初以权益业务为主，但随后已经将业务范围扩展到许多其他类别的资产（这与对冲基金采取的多元化策略一致）。大宗经纪业务收入有很大一部分来自权益销售和交易的执行与清算，其他收入来自融资和借贷活动所得。第5章对大宗经纪业务及其服务进行了更为详尽的讨论。

1.6 非客户相关交易和投资

1.6.1 直接投资

除了作为投资客户的中介这个重要角色以外，大型投资银行也会用自己的账户对证券和房地产进行投资。例如，高盛的直接投资部门就会对上市公司和非上市公司进行直接投资，这与KKR（一家大型私募股权投资机构）的投资方式相同。常见的方式如：高盛及其投资伙伴提供权益，高盛或其他银行提供贷款，高盛在资本市场承销债券，利用上述资金收购上市公司。这种以公开交易目标公司为标的的收购过程被称为杠杆收购或“上市公司私有化”。在2008财年末，高盛直接投资的权益和房地产的公允价值超过217亿美元。除控股外，高盛还购买了一些公司的少数股

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

权。例如，高盛持有中国工商银行股份有限公司（ICBC，中国最大的银行之一）价值超过50亿美元的普通股，持有日本三井住友金融集团（SMFG，日本最大的银行之一）价值超过10亿美元的优先股。专栏1-5总结了高盛直接投资的情况。

专栏1-5 **高盛的直接投资**

2008年11月 （单位：100万美元）

	所持有金融工具公允价值
中国工商银行股份有限公司	5 496
日本三井住友金融集团	1 135
其他直接投资	15 126
直接投资	**21 757**

（1）包括34.8亿美元的利息，以及2008年11月由高盛管理的投资基金所持有的43.0亿美元。所投资的在中国香港证券交易所上市的中国工商银行普通股的公允价值包括国际汇兑重新估值的影响，对此保留了一个适当的现金对冲头寸。

（2）下表列出了除中国工商银行和三井住友金融集团以外的直接投资，包括交易部门和直接投资部门中的直接投资部分。

（单位：100万美元）

	公司	房地产	总计
非上市	10 726	2 935	13 661
上市	1 436	29	1 465
总计	12 162	2 964	15 126

资料来源：Goldman Sachs 2008 Annual Report.

1.6.2 自营交易

除了上面描述的长期非客户相关的直接投资外，大部分投资银行还会用自己的账户在证券、大宗商品和衍生品上进行短期非客户相关的投资。投资银行自营交易与对冲基金的投资十分类似。实际上，投资银行的自营投资正在全球与对冲基金在投资和对冲机会中展开直接竞争。

2005年和2006年，投资银行的自营交易为交易部门的收入增长做出了很大贡献。而2007年和2008年，同样的自营交易活动却给一些银行带来了重大损失，例如2008年第四季度，德意志银行的债务相关自营交易损失了10亿美元，权益相关的自营交易损失了5亿美元。包括瑞银和美林在内的其他投资银行的损失更多。在经历了2007年和2008年自营交易造成的重大损失后，大部分投资银行都相应地缩减了这些交易活动。然而在2009年上半年，自营交易出现了一定程度的回暖。

根据每家银行合规政策的不同，投资银行的自营交易员有时可以成为本机构客户相关交易业务的客户。这些交易员有机会（但无义务）与机构指定的内部交易员进行交易。交易对手同时也

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

包括其他机构的交易员，这些本机构的交易员与竞争机构进行交易，以取得最优的交易价格并执行。自营交易员必须在一系列规则的基础上与内部销售员进行交易，并且严格保密。机构有严格的合规准则，将自营交易员与客户相关部门所能获得的某些信息相隔离。一些机构的规定更加严格，要求完全隔离自营交易员与客户相关部门销售和交易员的内部联系。

有时，外部客户会担心投资银行的效率和潜在利益冲突问题。因为在不造成过度竞争的情况下，不可能使所有的投资客户达到统一的“最佳投资理念”。投资银行谨慎监控类似的情况并遵守所有外部法律和内部规定，努力寻找外部和内部客户之间的利益平衡点。

在一些投资银行，自营投资活动是银行收入和利润的一个重要来源。而在另外一些机构，自营交易活动则比较少。第5章对特定自营投资活动及其相关机会和风险进行了更为完整的描述。

1.7 资产管理部

资产管理部为个人和机构投资者提供权益、固定收益、另类投资（例如，私募股权投资、对冲基金、房地产、货币和大宗商品）和货币市场的投资产品和服务。投资一般以共同基金、私募股权投资基金或独立管理账户的形式进行，并且有时会与银行自己的投资一起进行。收入的主要来源是投资者按管理资产额一定比例支付的管理费用，并根据资产种类的不同而不同。有时，当投资收益超过预定目标时，投资者会给投资银行一笔激励费用。绝大部分投资银行会在资产管理部中设立私人财富管理业务，并向同一个主管汇报工作（见图1-5）。负责私人财富管理业务的专业人士为投资者担任顾问，帮助客户决定如何将自己的资产进行投资。在大多数情况（并非所有情况）下，投资顾问会建议投资者投资其资产管理团队所管理的基金。然而，投资顾问有受托义务帮助投资者投资最能满足其风险和收益目标的基金（内部或外部）。第6章对资产管理业务进行了详细讨论。

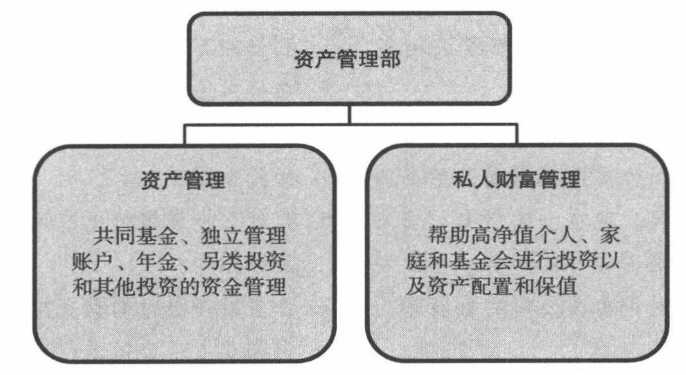


图1-5 资产管理

联合投资于资产管理部的基金

投资银行会对资产管理部管理的基金进行直接投资。在这个部门的“另类资产”投资领域，投资银行会投资以下类型的内部管理基金：①私募股权投资（杠杆收购和其他控股投资）；②对冲基金类投资；③房地产。投资银行通常也会将自己的资金投资于这些高净值个人和机构客户投

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

资的基金（也会根据管理资产额收取管理费及业绩费）。这已经成为某些投资银行的主要业务。例如，2009 年 1 月 1 日，在全球最大的对冲基金中，其中两个分别由摩根大通和高盛的资产管理部管理（见表 1-8）。

表 1-8 对冲基金排行榜，2009 年 1 月

机构	地区	管理资产额（10 亿美元）
布里奇沃特投资公司	美国	38.6
摩根大通	美国	32.9
保尔森公司	美国	29.0
德劭集团	美国	28.6
布勒旺霍华德基金①	欧洲	26.8
奥奇－齐夫资本管理集团	美国	22.1
曼氏基金①	欧洲	22.0
索罗斯基金	美国	21.0
高盛资产管理部①	美国	20.6
法拉龙资本管理公司②	美国	20.0
文艺复兴科技公司②	美国	20.0

① 自 2008 年 12 月 31 日起，其他则从 2009 年 1 月 1 日起。
② 并列排名第 10 位。
资料来源：Absolute Return Billion Dollar Club，March 2009 rankings.

习题

1. 观察表 1-3 所列出的高盛和摩根士丹利这些曾是“纯粹”投资银行的杠杆率。为什么这些机构作为投资银行可以在如此高的杠杆率下运营，而作为银行控股公司就不行？
2. 目前，美国公司依据美国公认会计准则报告财务状况。许多欧洲公司则根据国际财务报告准则报告财务状况。现在全球所有公司都有向国际财务报告准则转移的趋势。当这种趋势变成现实，这对于美国公司的杠杆率会有怎样的影响？
3. 与“纯粹”的投资银行相比，为什么一家综合型银行在并购以及其他投资银行业务中更具竞争力？
4. 投资银行的客户可以分为两大类：发行人和投资者。这两类客户的目标通常是冲突的（发行人要以尽可能高的价格发行股票，而投资者要以尽可能低的价格购买公司股票）。投资银行的什么人员（部门）负责平衡这种利益冲突？
5. 在公司债务发行中，决定发行成本和其他事项的关键考虑因素是什么？为什么这个因素如此重要？
6. 为什么投资银行更愿意参与卖方并购而不是买方并购？
7. 许多投资银行都有直接投资部门，对上市公司和非上市公司进行直接投资。这类业务的开展可能会带来哪些利益冲突？
8. 投资银行的自营交易部门与其他部门之间可能会产生哪些冲突？
9. 如果投资银行同时拥有资产管理业务和私人财富管理业务，可能会产生什么样的冲突？

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 2 章　投资银行业监管

2.1　引言

投资银行的活动影响着全球经济，尤其是对资本市场的稳定运行起到非常重要的作用。鉴于其重要性，投资银行业受到政府如此多的监管也就不足为奇了。本章讨论投资银行业的监管环境。第一部分，讨论美国投资银行业的发展历史及监管。第二部分，讨论近期发生的事件及监管。第三部分，对英国、日本和中国的监管环境进行阐述。

2.2　美国的投资银行业历史及监管

2.2.1　早期的投资银行业

投资银行承销业务的核心是扮演发行人和投资者之间的中介，使发行人能够获得资本，同时投资者可以实现财富保值增值。承销业务对于美国的建立和发展至关重要。美国第一任总统乔治·华盛顿在 1789 年上任，此时联邦政府负债达 2 700 万美元，州政府负债达 2 500 万美元。亚历山大·汉密尔顿，美国第一任财政部长，说服国会和总统承担各州的债务并通过发行债券来为这些债务筹资，尽管这遭到了托马斯·杰斐逊的强烈反对。投资银行在债券的发行条款和条件的谈判中起到了重要作用。

承销业务在美国革命后的那段时间里迅速发展。那些现代投资银行的前身被称为“贷款合约商”，其任务就是保证发行人的证券能够成功发行，并将其出售给投资者，以期获得利润。贷款合约商的业务主要由投机者、商人和一些商业银行共同完成。另外，拍卖专家通常担任投资产品的销售中介，将证券出售给出价最高的竞标者。最后，一些私人银行家和股票经纪人也扮演了现代投资银行的角色。

随着这个新建国家版图的扩张，科技创新在如火如荼的工业革命中被引入。规模经济带来的收益使大型项目的建设成为必然并且有利可图。新技术的大规模运用使自然资源的大量获取成为可能，于是，火车在城市之间输送人力和资源势在必行。所有这些都需要大量的资本，但是并没有哪个个人或企业可以单独承担这些资本。于是，现代意义上的投资银行业发展了起来，为需要资本的企业和想要创造财富的个人之间搭起桥梁。通过承销证券，投资银行聚集投资者的财富来

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

满足一个正在成长的国家的资金需求。

工业的发展催生了一批新的实业家和银行家。在此期间，投资银行家的业务处于监管真空地带，并且可以自由地改变市场力量，由此形成的惯例也带给他们操纵力和影响力。1879～1893年，美国铁路里程翻了3倍，铁路债券和股票的融资从48亿美元上升到99亿美元，投资银行家忙于承销新发行的证券。与此同时，其他工业的发展也使得拥有有限资源的家族企业通过合作来获取更多的资本，这促进了投资银行业务数量的持续增长。这一时期，资本的需求和供给都增加了，就连外国投资者的资本也从1870年的14亿美元增长到1890年的33亿美元。

2.2.2 投资银行业的发展

投资银行业在1890～1925年进一步扩张。在此期间，银行业高度集中，整个行业基本由JP摩根、库恩－洛布、布朗兄弟和基德－皮博迪等几个寡头垄断。当时，美国并没有要求商业银行与投资银行业务分离，这意味着商业银行的存款资金常常以内部资金供给方式提供给投资银行承销业务。

1926～1929年，由于越来越多的企业喜欢权益融资而非债务融资，股票市场快速发展，股票发行额从6亿美元剧增到44亿美元，而债券发行有所减少。

2.2.3 有限监管

20世纪前30年，投资银行业的环境可以描述为：监管缺乏、证券需求旺盛、竞争激烈，这种环境导致银行的内部控制薄弱。尽管试图自律，但这并不能阻止丑闻的发生。为了应对日益加剧的指责和社会对行业监管的要求，银行业在1912年成立了美国投资银行家协会（IBAA），该协会隶属于美国银行家协会。美国投资银行家协会的理念之一是：无论投资者是谁，交易规模有多大，都不能实行价格歧视。尽管在1929年大萧条前联邦政府对投资银行的监管十分有限，但银行必须遵守州证券法，又称为“蓝天法”。第一部蓝天法是1911年堪萨斯州通过的。它规定，任何证券的发行都需要通过州银行委员会的准许。1911～1933年，47个州（除内华达州以外所有的州）制定了类似的监管证券发行的法律。20世纪30年代到40年代，联邦政府也制定了相应的监管法律，不过州法律仍然有效，当时的联邦法律主要是复制并拓展了蓝天法。除了反欺诈调查之外，1996年国会通过的《全美证券市场促进法案》将州政府对投资银行监管的权力收回。

1929年10月28日，史称“黑色星期一”，这一天股票市场急速下跌。尽管发生了1929年的大崩盘和接下来的经济萧条，总统赫伯特·胡佛并没有对金融市场实施任何新的监管举措。而1933年成为总统的富兰克林·罗斯福，采取积极的行动应对经济困难，通过了一系列规范金融部门的监管法律，尤其是针对投资银行业的监管法律。在罗斯福的敦促下，国会通过了7项对投资银行业产生重要影响的法案。

其中的3项法案，即《1933年证券法》、《1933年格拉斯－斯蒂格尔法案》、《1934年证券交易法》，彻底改变了投资银行业的环境。本节接下来的部分将详细介绍这三项法案中的监管要求。另外4项对投资银行业有影响但程度较小的法案将简略带过。本节最后讨论最近通过的法案，包括《格雷姆－里奇－比利雷法案》和《萨班斯－奥克斯利法案》，以及应对贝尔斯登、雷曼兄弟

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

倒闭和 2007～2009 年金融危机的监管措施。

2.2.4 《1933 年证券法》

《1933 年证券法》出台的目的是为了稳定资本市场，防止证券交易中的操纵和欺诈行为。美国证券交易委员会称 1933 年法案主要有两个目的："满足投资者获得公开发行证券的财务及其他重要信息的要求；禁止证券销售中的欺诈、信息误导以及其他欺诈行为。"为了达到这些目的，1933 年法案要求投资银行披露其所承销证券和企业的大量相关和重要信息。在此之前，投资者能够获得的有关投资信息是极其有限的。新的法案规定了所提供的信息底线，并且所有的潜在投资者都可以获得发行人的相关信息。

1933 年法案对投资银行业监管的内容主要有四部分，分别是：向美国证券交易委员会提交注册申请书；向潜在投资者提供招股书；承担信息披露的民事和刑事责任；在公开销售前有一段时间的等待期。

1. 注册申请书

在美国，证券销售之前必须在美国证券交易委员会注册，向投资者和监管者披露有关发行人和证券的信息。专栏 2-1 列出了注册申请书中包括的关于发行人和发行的简要信息。

1933 年法案对注册要求也有一些豁免，包括：如果证券只在一个州发行，该发行只要遵守州法律即可；证券由市政府、州政府、联邦政府发行；发行价值低于某一界限；发行是私募或者发行给少数投资者。总的来说，1933 年法案的豁免情形主要是针对发行的证券类型和发行的方式。

专栏 2-1　1933 年法案规定的注册要求提供的信息

- 摘要信息、风险因素、固定费用收益比率
- 募集资金用途
- 股份稀释
- 证券持有者献售（如果有）
- 分配计划
- 准备注册的证券描述
- 聘请的专家与法律顾问的利益
- 注册公司的相关信息
  - 业务描述
  - 经审计的财务信息
  - 产权描述
  - 法律诉讼
  - 普通股的市价、股息及相关股东事宜
  - 管理层对财务状况和运营结果的讨论和分析
  - 会计和财务信息披露上与会计师的不同和分歧
  - 市场风险的定性和定量披露
  - 董事会及执行层
  - 执行层薪酬
  - 公司治理
  - 特定受益人和管理层的证券持有情况
  - 关联交易
- 重大变化
- 遵守证券法保证的信息披露

资料来源：U. S. Securities and Exchange Commission.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

2. 招股书

公司要求向投资者提供招股书，包括注册申请书中的部分信息。只有在美国证券交易委员会注册后的证券才能对外销售。任何对重大信息的错误陈述或者隐瞒是一种犯罪行为，发行人和承销商必须对投资者承担法律责任。

3. 新的责任

在1933年法案之前，并没有针对投资银行家的额外法律要求。在1933年法案出台之后，如果因为“重大事项”在注册申请书中被隐瞒而使投资者遭受损失，则投资银行家将承担法律责任。如果发生此种情况，投资者有权起诉投资银行，让其以原价购回股份并且撤销交易。由于投资银行作为投资者和发行人的中介，比投资者拥有更多关于企业的信息，因而承销商的责任范围更大。为了减轻自己的责任，如果发行人的材料错误陈述或隐瞒，投资银行会要求发行人对其进行赔偿，由此，向投资者提供完整准确信息的责任将由双方共同承担。专栏2-2给出了承销协议中常见的赔偿条款。

专栏2-2　　承销协议中赔偿条款示例

赔偿条款

公司同意发生以下行为时对承销商或者个人进行赔偿以免受损失：如果有违反证券法第15款或交易法第20款之内容对承销商进行控制而造成部分或全部损失、负债、索赔、损害以及支出（包括律师费用；部分或所有涉及诉讼、威胁等的调查、准备和辩护费用；涉及本条款子条款中的索赔，所有或部分为了解决索赔或诉讼的支出）；或者违反证券法、交易法、其他联邦或州要求遵守的法律法规的规定而提供的招股书基础资料不真实、不准确、不完整或有误导性，或违反招股书、承销协议或其他有关协议，或违反陈述与保证，或故意违约抑或严重疏忽违约等，最终导致承销人的损失、负债、索赔、损害以及支出。

资料来源：Jenner & Block LLP.

该法案的影响之一就是严格区分了承销商和分销商或销售团队成员。一般地，承销商是指直接与发行人接触，同意购买新发行证券的一方。分销商是指与投资者直接接触，销售承销商所承销证券的一方。这些职能最初是不分开的，但是由于在1933年法案下分销商没有责任，所以从某种程度上来讲，将这两种职能分开是为了明确各主体的法律责任并减少发生民事诉讼的可能性。

4. 尽职调查

尽职调查是为了减少风险而对发行人信息进行核查的行为。尽职调查在大多数证券发行、并购和许多其他的交易中都会发生。为了避免在注册申请书中由于信息披露的错误或误导而承担责任，承销商必须进行调查以“合理地核查与理性谨慎的投资者利益相关的所有信息”。信息是否恰当取决于每个即将发行的证券实际情况且事后才可判定。专栏2-3概括了承销商在尽职调查中的六个事项。专栏2-4概括了法院在审查承销商尽职调查时考虑的因素。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

专栏2-3　承销商尽职调查的六个事项

- 承销商是否收到注册申请书并对其中涉及的可能被质疑的事实和情形进行合理的调查，这些调查包括：该注册申请书中是否有对重大事实有不真实的陈述，是否故意隐瞒重大事实而导致申请书有误导等。
- 承销商是否就注册申请书中的信息与申请注册方的管理层（至少要和首席财务官或总会计师）进行了沟通，首席财务官是否保证已经核实了注册申请书，确保其中不包含可能导致误导的对重大事实的非真实陈述或对重大事实的忽略。
- 承销商是否收到来自发行人审计师的SAS 100安慰信函。
- 承销商是否收到来自发行人法律顾问10b-5的消极保证。
- 承销商是否收到自己雇用的法律顾问对注册申请书出具的10b-5的消极保证。
- 承销商是否聘请研究员并要求：
  - 在发行开始前是否对发行人及其行业进行长达6个月的跟踪。
  - 在发行开始前12个月内，是否对发行人或其所属行业出具过报告。

资料来源：Morrison & Foerster LLP.

5. 抢跑规则

在1933年法案中，证券发行被分为3个阶段。

（1）提交注册申请书前阶段：从开始决策发行到提交注册申请书这一段时间。

（2）等待期：从提交注册到注册生效之间的时间。

（3）注册生效后阶段：从美国证券交易委员会宣布注册生效开始。

2005年改革之前，在等待期（也称为“静默期”），禁止发行人口头和书面报价。现今，在静默期可以做出口头或书面报价，但不能销售，而书面报价必须使用符合1933年法案要求的招股书。这类招股书被称为“非正式招股书”。违背这些基本限制被称为“抢跑”，可能导致美国证券交易委员会实施“冷却期”，取消公开发行时作为购买者的起诉权利以及其他法律权利。

专栏2-4

法院审查承销商尽职调查时考虑的因素

- 审核注册申请书的合理依据（如，经审计的财务报表）。
- 关键信息的调查，包括独立的核实（管理层访谈，实地调查，客户电话访谈，发行人、发行人法律顾问、承销商法律顾问和审计师的书面证明，对发行人所在行业的熟悉程度，发行人内部文件审阅，独立审计师访谈）。
- 在发行过程中及时更新信息，包括发行人针对《交易法》要求所做报告中的信息。
- 尽职调查的文件材料。

资料来源：Morrison & Foerster LLP.

2005年的证券发行改革为注册申请书提交前的沟通提供了超过30天的安全港，主要是为了“真实商业信息”的监管要求披露以及对于发行人来说的“前瞻信息”。对于某些只要满足最小规模限制，被专业投资者和研究人员追随的大型发行人（被称为知名成熟发行人或“WKSIs”），允许在注册申请书提交前没有口头和书面报价的限制并且不被认定为“抢跑”行为。提交注册申

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

请书后，所有的发行人，允许通过任意补充招股书，披露在招股书中没有披露的信息。这避免了当新信息需要被披露时要提供更正式、更耗时的补充，或者对注册申请书的修订。总之，自1933年以来，虽然有对WKSIs的例外处理，发行过程也由于科技进步和资本市场的变化而趋向于简单化，但是对信息传播的监管制度基本保持不变，所以发行人必须在发行之前和发行过程中谨慎沟通，以免其行为被认为是左右市场（见专栏2-5）。

专栏2-5　　1933年法案小结

《1933年证券法》

通常称为“证券的真相”法，主要有两个目标：

- 满足投资者获得公开发行证券的财务及其他重要信息的要求；
- 禁止证券销售中的欺骗、信息误导以及其他欺诈行为。

注册目的

- 完成上述目标的一个主要方法就是通过证券注册来披露重要的财务信息，这些信息能够使投资者而非政府做出关于是否购买该证券的决策。尽管美国证券交易委员会要求信息准确，但它并不确保信息的准确性。投资者如果购买证券而遭受损失，且他们可以证明是由于信息披露不准确或不完全所导致的，那么就有权挽回损失。

注册过程

- 一般来说，在美国出售的证券必须经过注册。企业在注册过程中提供必需的信息可以最小化其遵守法律的负担和成本。一般来说，登记需要披露以下信息：
  - 企业所有权和业务的陈述；
  - 即将发行出售证券的描述；
  - 企业管理层的信息；
  - 由独立会计师审计的财务报告。
- 注册申请书和招股书在向美国证券交易委员会提交后不久即公开，美国企业提交的注册材料，可以在www.sec.gov网站的EDGAR数据库中查到。注册申请书要求满足信息披露要求。并不是所有的证券都需要到美国证券交易委员会登记，豁免包括：
  - 对个数有限的个人或机构的私募；
  - 发行规模有限；
  - 州内发行；
  - 市、州、联邦政府证券。

资料来源：U. S. Securities and Exchange Commission.

2.2.5 《格拉斯-斯蒂格尔法案》

另一个应对1929年股票市场崩盘和无数银行垮台的立法是1933年6月16日签署的《格拉斯-斯蒂格尔法案》。《格拉斯-斯蒂格尔法案》将投资银行与商业银行分业，并且产生了联邦存

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

款保险公司，确保在银行违约时存款人资产不受损失（最初的保险金额为 2 500 美元，目前为 250 000美元）。这个法案对投资银行业有着重要影响，该法要求投资银行业改变业务操作和结构，改变分销和承销证券过程，切断承销新证券的关键资金来源。

在大萧条期间，超过 11 000 家银行倒闭或合并：1929 年存在的银行有 1/4 在 1934 年不再存在。在《格拉斯－斯蒂格尔法案》之前，并没有要求承销、投资和储蓄业务的分离。银行可以通过（也是这样做的）活期存款账户获得资金，投资于其承销的证券。在这种情况下，储蓄者的资产安全受到质疑，尤其是在没有联邦存款保险的情况下。《格拉斯－斯蒂格尔法案》的出台正好可以应对这种不稳定的环境。

1. 私人银行分离为储蓄和投资银行

在《格拉斯－斯蒂格尔法案》之前，私人银行既可以接受存款，又可以从事投资银行业务。这个法案要求私人银行只能选择成为私人储蓄银行和投资银行的一种。

2. 商业银行和投资银行的分离

商业银行和私人银行类似，都接受存款，且从事投资银行业务。《格拉斯－斯蒂格尔法案》通过之后，商业银行可以从事的投资银行业务减少了，承销能力也受到严格限制。商业银行只允许承销债券和代理市、州、联邦政府的证券发行。那些选择商业银行业务的机构要分离投资银行业务或大幅裁员（例如，JP 摩根 1935 年决定从事商业银行业务，并将其投资银行业务分离成立了摩根士丹利）。另外，商业银行在证券交易方面的利润被限制在总利润的 10% 以内，但不包括承销政府债券的利润。

3. 证券机构与商业银行的董事和高管分离

《格拉斯－斯蒂格尔法案》规定，证券投资相关机构的合伙人和高管不能担任商业银行的董事和高管。

以上所有这些变化有一个共同的目标：保证存款人的资金不会在不知不觉间置于风险中。然而，《格拉斯－斯蒂格尔法案》被 1999 年的《格雷姆－里奇－比利雷法案》颠覆了，该法案再一次允许银行可以同时从事投资银行和商业银行活动，前提是这些活动必须是在控股公司架构下进行。

2.2.6 《1934 年证券交易法》

作为对《1933 年证券法》的补充，《1934 年证券交易法》是罗斯福任职总统期间重塑投资银行业的第三部也是最后一部法案。这部法案也被称为《交易法》。该法案在 1934 年 6 月 6 日通过，主要涉及对新发行证券的报告要求和对交易行为的监管。该法案通过最低申报要求和编制交易规则，极大地改变了二级市场。另外，要求交易被自律组织约束。纽约泛欧交易所和纳斯达克是美国最大的两个自律的交易所。

另外，《1934 年证券交易法》催生了美国证券交易委员会来负责监督资本市场，包括对投资银行的监督。为了完成这项任务，美国证券交易委员会有权针对交易所、投资银行、经纪公司和交易员制定并实施相关条例，以保障证券业的安全和良好运行。美国证券交易委员会负责《1933 年证券法》的执行，监管交易所中的活动并制定交易的规则和程序，禁止洗售和对敲等市场操纵行为，并针对卖空和止损交易制定了严格的规定。美国证券交易

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

委员会的作用不能被夸大。在推进资本市场有效性的同时，美国证券交易委员会不断调整先前的规则和条例来最小化不公平承诺的出现。另外，美国证券交易委员会也会保持灵活性，以应对新型的证券、金融产品（比如，担保债务凭证）和投资操作（比如，股票报价系统由分数变为点数）的改变（见专栏2-6）。

专栏2-6 《1934年证券交易法》

根据这部法案，国会成立了美国证券交易委员会。这部法律授权美国证券交易委员会监管整个行业，包括注册、监管、审查经纪商、过户登记机构、结算机构和自律组织，包括纽约泛欧交易所和纳斯达克等证券交易所。

这部法律也确定并禁止市场上的一些特定行为，提供给美国证券交易委员会对监管对象执行纪律的权力。

这部法律也授权美国证券交易委员会要求公开交易的公司定期提供信息。

公司报告

该法案主要监管新证券发行、持续的报告要求和交易行为。资产超过1 000万美元且股东超过500人的公司必须每年或者定期通过美国证券交易委员会的EDGAR数据库向公众提供报告。其他公司可以自愿选择是否定期报告。

代理请求

证券交易法也对为选举董事会或批准其他公司行动而举行的年度或临时会议向股东请求材料的披露进行监管。这些信息都包括在代理材料里，必须事先在美国证券交易委员会注册，保证遵照披露规则。无论是管理层还是股东的请求，都必须披露所有关于股东投票表决事项的重要事实。

重要所有权和要约收购

证券交易法要求，任何通过直接购买或要约收购获得超过5%公司股权的人都必须披露重要的信息。要约收购一般都是期望获得公司的控制权。如同代理规则，要求股东在这些关键事件上做出决策。法案也要求持有一定数量公开发行股票的股东定期提供报告，使无关联的股东知晓可能的所有权变化。

内幕交易

法案禁止任何有关出价、购买或销售证券中的欺诈行为。这项规定是许多处罚的基础，包括对欺诈性内幕交易的惩处。内幕交易是指内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动的行为。

资料来源：U. S. Securities and Exchange Commission.

以下4项法律是1935～1940年通过的。这4项法律没有以上3项的影响力大，但还是对投资银行业有一些约束。

2.2.7 《公用事业控股公司法》

1935年通过的《公用事业控股公司法》（PUHCA），允许美国证券交易委员会监管公用事业

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

控股公司和投资银行的关系。该法限制投资银行持股公用事业控股公司，认为投资银行持股会减少竞争，导致垄断行为。这项法律被2005年的《能源政策法案》所替代。这项法案将使公用事业控股公司的监管权力由美国证券交易委员会转移给联邦能源管制委员会，并且放松了对公用事业控股公司并购活动的限制。

2.2.8 《钱德勒法案》

1938年通过的《钱德勒法案》将新增的第10章纳入《国家破产法案》。此前，公司破产过程限制政府参与，主要受私人机构影响，这容易导致对小投资者的歧视。该法案使美国证券交易委员会成为参与所有公司重组活动的一方，给投资者额外保护，避免不公平的重组计划。《钱德勒法案》也对上市公司破产重组中投资银行的作用进行了限制。在《钱德勒法案》通过之前，银行作为"非利益相关方"受到怀疑，认为其牺牲了投资者的利益而获取额外收益。将投资银行从破产程序中分离出来的法案到2005年被《破产滥用防治和消费者保护法》（BAPCPA）取代。投资银行不再自动被排除在参与破产重组的过程之外，只要满足专栏2-7中的标准，便允许投资银行参与破产重组过程。

2.2.9 《玛隆尼法案》

1938年通过的第二个相关法案是《玛隆尼法案》，该法延续了自律的惯例。《玛隆尼法案》规定，自愿加入自律组织的成员可以享有业务优先权。另外，它要求场外交易市场（OTC）的经纪人和自营商到美国证券交易委员会注册。这使得投资银行家会议转变成美国证券交易商协会（NASD）。美国证券交易商协会成为证券市场自律组织，监督场外交易市场，制定专业惯例标准和公平交易准则。所有股票、公司债券、有价证券期货和期权交易都由美国证券交易商协会来监管。美国证券交易商协会给证券市场参与者颁发执照，制定监管规则，监管参与者检查会员是否合规。美国证券交易商协会在美国证券交易委员会的授权下，惩罚违反联邦证券法和美国证券交易商协会规章的会员。2007年，美国证券交易商协会与纽约证券交易所执行分支合并，更名为美国金融业监管局（FINRA）。

> **专栏2-7**
>
> **依据《破产滥用防治和消费者保护法》修订的对"利益无关方"的定义**
>
> 第101款（14）"利益无关方"是指：
>
> （1）不是债权人、股东或内部人；
>
> （2）在提交申请前两年内不是董事、高管或者债务人雇员；
>
> （3）直接或间接与债务人相关，没有任何实质上不利于债权人或股东的利益。
>
> 资料来源：Bankruptcy Abuse Prevention & Consumer Protection Act of 2005.

2.2.10 《1940年投资公司法》

《1940年投资公司法》规定了投资公司的构成，区分了投资银行和投资公司的职能。《1940年投资公司法》规定了可以作为投资公司董事的投资银行家数量，限制投资银行和投资公司之间的交易（见专栏2-8）。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

专栏2-8 《1940年投资公司法》

该法案主要监管的是公司组织，包括共同基金。监管那些主要从事投资、再投资、证券交易的公司和公开发行证券的持有方。监管的目的是最小化由这些复杂操作产生的利益冲突。该法案要求公司在最初销售证券及其后定期向投资者披露财务状况和投资政策。该法案的目的是向公众披露基金信息、投资目的、投资公司的结构和操作。最重要的是：该法案并没有允许美国证券交易委员会直接监督投资决策、公司活动或者评判它们的投资活动。

资料来源：U. S. Securities and Exchange Commission.

2.3 证券监管最新发展

第二次世界大战的60多年里，美国主要立法中涉及投资银行的部分几乎没有变化。本章第二部分主要讨论近几年监管的变化，包括《格雷姆-里奇-比利雷法案》、《萨班斯-奥克斯利法案》以及贝尔斯登倒闭后的监管。

2.3.1 《格雷姆-里奇-比利雷法案》

1999年11月12日，美国国会通过了《格雷姆-里奇-比利雷法案》，推翻了《格拉斯-斯蒂格尔法案》（1933年）要求投资银行与商业银行分业的规定。该法案又称为《金融服务现代化法案》。此前之所以要求投资银行与商业银行分业，是由于银行将存款大量用于风险较高的投资银行业务。支持二者合一的观点认为，两者合起来会产生与经济环境无关的更为稳定的赢利模式。当经济不景气时，人们倾向于储蓄，商业银行方面的业务利润增加，对证券发行的低迷起到一定的平衡作用；当经济繁荣时，储蓄下降，但是证券发行业务兴起。

另一个支持投资银行与商业银行合一的观点认为，总部不在美国的全球银行如德意志银行、瑞银、瑞信等都不受《格拉斯-斯蒂格尔法案》的约束。这些银行相比总部在美国的商业银行，例如花旗集团、摩根大通、美国银行和独立的投资银行，例如高盛、摩根士丹利，有更多的优势，因为它们既可以从事商业银行业务，又可以从事投资银行业务。

商业银行与投资银行的分业随着时间的推移已逐渐弱化，《格雷姆-里奇-比利雷法案》是最后一步。早在1986年，美联储允许银行控股公司承销公司债券，而之前只允许承销政府债券。美联储要求非政府的债券承销业务收入不能超过总收入的10%。1996年规定上升至25%。1999年，通过《格雷姆-里奇-比利雷法案》，进一步放松其他的要求。该法案批准了1998年由花旗银行和旅行者集团合并的花旗集团，保留了旅行者集团的投资银行业务。该法案也批准了2000年大通曼哈顿银行（商业银行）收购JP摩根（投资银行）。

银行的监管环境因为该法案也发生了变化。商业银行受美联储监管（也有其他的监管者，主要看商业银行的具体类型），而该法案并没有给美国证券交易委员会直接监管投资银行控股公司的权力。由于对这些机构没有明确的法律监管主体，2004年美国证券交易委员会创造出并表监管实体项目，使投资银行控股公司受美国证券交易委员会的约束，填补了这一监管空白。随着金融

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

危机爆发导致美国其他的投资银行（高盛、摩根士丹利等）成为银行控股公司，并表监管实体计划变得没有必要，因而在2008年9月终止。监管的漏洞由于余下的投资银行采用银行控股方式而消除，美联储也与美国证券交易委员会一起监管美国投资银行的活动。

2.3.2 《萨班斯－奥克斯利法案》

2002年《萨班斯－奥克斯利法案》彻底改变了对公司治理、信息披露、利益冲突的监管。尽管影响广泛，但是它对投资银行的影响不如对审计师、上市公司及其董事会的影响大。

该法案对投资银行的影响主要是研究和尽职调查。该法案要求美国证券交易委员会将股票研究部门从承销业务中分离出去，尽可能减少投资银行家对研究部门的影响。例如，研究员的薪酬不能与投资银行承销业务收入关联，研究员如果对承销的公司提供负面报告，也会受保护免于被投资银行家报复。

《萨班斯－奥克斯利法案》对证券市场环境有着广泛的影响。该法案规定成立美国公众公司会计监察委员会，制定会计规则和标准，减少审计对企业决策的影响。为了防止发生利益冲突，对外部审计者的独立性做了更加细致的规定。公司高管必须每季度、每年签署声明，亲自保证给投资者提供的信息是准确的。该法案严格限制为内部人贷款，发行人必须有额外的信息披露，包括表外交易。另外，该法案将某些活动认定为有罪，赋予董事会审计委员会更多责任，并新增了一些新的成本以保证遵守该法案。具体见专栏2-9对该法案的概述。

专栏2-9　2002年《萨班斯－奥克斯利法案》概述

恢复对会计职业的信心

- 成立独立的公众公司会计监察委员会。
- 第108（b）条规定：美国证券交易委员会承认财务会计准则委员会是会计标准的制定者。
- 第二章规定：美国证券交易委员会采取规则提高外部审计师的独立性。
- 第303条规定：美国证券交易委员会的规则禁止对外部审计师有不合理的影响。

提高“高层的基调”

- 第302条规定：美国证券交易委员会要求首席执行官和首席财务官必须通过公司季报和年报证明其财务报告和其他信息。
- 第306条规定：美国证券交易委员会禁止公司管理层在养老金锁定期进行交易。
- 第402条规定：禁止公司向内部人提供贷款。
- 第406条规定：美国证券交易委员会要求公司披露是否对首席执行官、首席财务官和会计人员有职业道德标准规定。

改善信息披露和财务报告

- 第401（a）条规定：美国证券交易委员会要求对所有重要的表外交易进行披露。
- 第401（b）条规定：美国证券交易委员会采用G规则对所有非公认会计原则的金融措施，包括披露和和解要求进行监管。
- 第404条规定：美国证券交易委员会要求每年对公司财务报告的内部控制提供管理报告和审计师的证明。

改善“信息传递者”

- 第407条规定：美国证券交易委员会要求披露审计委员会的财务专家信息。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

■ 第 501 条规定：美国证券交易委员会同意采用自律组织的规则监管研究员利益冲突。

加强执行工具

■ 第 305 条规定：为管理层和董事行为提供处罚的标准。

■ 第 704 条：美国证券交易委员会发布关于违反报告要求的执法诉讼。

■ 第 1105 条规定：美国证券交易委员会有权通过行政诉讼程序禁止相关人士担任管理层或董事会成员。

资料来源：U. S. Securities and Exchange Commission.

2.3.3 研究员声明规定

美国证券交易委员会于 2003 年采用新的法规给研究员带来更多的责任。研究员声明规定，研究员"保证在包括权益和债务证券研究报告中所表达观点的真实性，披露是否因为特别推荐或研究报告中的观点收取相关报酬"。对于提供给美国公民的研究报告，研究员必须保证：①研究报告中准确表达了研究员个人关于证券及发行人的观点；②研究员因特别推荐或研究报告中的观点没有收取任何报酬，当收取相关报酬时则必须提供证明声明，包括来源、金额、原因以及可能会影响研究员在研究报告中推荐的警示语。

2.3.4 全球研究和解协议

2003 年 4 月 28 日，美国证券交易委员会和其他监管者提出针对 10 家最大型投资银行的诉讼，控告投资银行中的投资银行部门过度影响证券研究员，影响他们投资观点的客观性。另外，监管者控告称利益冲突并没有被很好地控制，或者向投资者披露。

投资银行既没有承认也没有否认该控告，而是以近 14 亿美元与监管者达成和解。另外，投资银行也同意进行以下一系列改革。

（1）结构改革：投资银行同意严格遵照对投资银行部门与股票研究部门之间交互活动的约束限制。

（2）加强披露：研究报告相关者会收到投资银行活动潜在利益冲突的额外披露。

（3）独立研究：投资银行与独立的第三方研究机构签订协议，给本国投资者提供独立的研究报告。

最后，在研究之外，投资银行自愿同意在"热门"公开发行（溢价发行）时限制分配证券给公司高管及董事。第 6 章将进一步讨论该控告以及股票研究的作用。

2.3.5 贝尔斯登倒闭

2008 年 3 月 14 日，美国最古老最重要的投资银行之一——贝尔斯登倒闭了。几天前，投资者、债权人及其他相关方突然迅速撤出资金引发了危机。银行遭遇流动性危机：流动性资产少于短期负债。与此同时，贝尔斯登与其他机构有超过 2.5 万亿美元的未偿贷款。

贝尔斯登在全球市场上均有业务，监管者认为贝尔斯登的垮台将会给金融系统产生严重影响。为避免灾难的发生，美联储在将贝尔斯登出售给摩根大通的过程中充当了中介。摩根大通基

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

于贝尔斯登的财务报表认为贝尔斯登资产的风险太大，为了实现贝尔斯登资产的有序平仓，美联储成立了一个独立的实体（Maiden Lane LLC）购买该资产，其中10亿美元贷款来自摩根大通，另外290亿美元贷款来自美联储。以上述资产为抵押品，贷款的还款来源于这些资产的解套。理论上，美联储因该协议有290亿美元的风险暴露。2009年4月1日，美联储公布该资产的公允价值为263亿美元，账面损失20多亿美元。在危机期间，美联储第一次向投资银行开放贴现窗口，增大了美联储的风险。美联储在银行中安排审查员来审查交易、资产状况、杠杆率以及储备金，补充了美国证券交易委员会的监管，增大了美联储的控制力。

2008年7月7日，为了应对金融市场压力以及商业银行与投资银行的进一步融合，美联储与美国证券交易委员会达成谅解备忘录，称无论主要的监管者是谁，二者都将对与投资银行业有关的问题共享信息。

2008年9月26日，由于投资银行业进一步变化，美国证券交易委员会宣布停止并表监管实体计划，主要的参与者（高盛、摩根士丹利等）都转变为银行控股公司。

雷曼兄弟倒闭后，新的协议和监管规则不断发展，包括在不同监管者之间达成协调的努力、最小化系统风险等。

专栏2-10总结了影响投资银行业的主要立法，以及应对2007~2008年金融危机的改革。

专栏2-10　影响美国投资银行业的主要法律和协议小结

《1933年证券法》

- 《1933年证券法》主要有两个目标：满足投资者获得公开发行证券的财务及其他重要信息的要求；禁止证券销售中的欺骗、信息误导以及其他欺诈行为。
- 一般来说，在美国出售的证券必须经过注册（豁免的除外），提供相关证券的最低要求信息。注册后要向潜在投资者提供招股书。

《格拉斯－斯蒂格尔法案》（1933年）

- 该法案将商业银行与投资银行分业，限制商业银行从事承销活动的能力。证券投资相关机构的合伙人和高管禁止作为商业银行的董事和高管。
- 该法案设立了联邦存款保险公司保障银行存款。

《1934年证券交易法》

- 该法案主要监管新证券发行、持续的报告要求和交易行为。资产超过1 000万美元且股东超过500人的公司必须每年或者定期通过美国证券交易委员会的EDGAR数据库向公众提供报告。代理请求和获得重要所有权（5%）的情况均需要满足报告要求。
- 该法案要求交易由自律组织监管。
- 该法案创立了美国证券交易委员会，负责监管资本市场，包括对投资银行、交易所、自营商和经纪商的监管。

《格雷姆－里奇－比利雷法案》（1999年）

- 也被称为《金融服务现代化法案》，改变了《格拉斯－斯蒂格尔法案》要求商业银行与投资银行分业的状况。

全球研究和解协议（2003年）

- 投资银行要遵守对投资银行部门和证券研究部门内部活动的约束规则。必须要对报告使用者披露投资银行活动所造成的潜在利益冲突。
- “热门”公开发行（溢价发行）时限制

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

分配证券给公司高管及董事。

金融危机监管改革 (2009年)

- 2007~2008年金融危机期间，一系列影响银行业的改革被纳入考虑，包括美联储的职能、对银行和银行控股公司的监管、银行资本指导、客户保护、国际会计准则和场外交易市场衍生品的监管。

2.4 其他国家证券业监管

接下来将讨论美国以外的三个主要市场的监管环境：日本、英国和中国。

2.4.1 日本

目前，日本的监管体系跟美国监管体系有一些相似之处。第二次世界大战以后，美国指导日本进行战后重建，导致日本许多监管机构最初是模仿美国的监管机构而创建的。如本章第一部分所述，对美国投资银行业影响最大的法案包括：《1933年证券法》、《1934年证券交易法》和1933年的《格拉斯－斯蒂格尔法案》。当1948年日本国会通过《证券交易法》时，这些规则几乎完整地进入了日本的监管体系。即使这样，由于国家间的不同，日本的监管体系还是逐步形成了一些不同的监管环境。

日本监管的不同主要体现在银行类型和所有权结构的区别上。与《格拉斯－斯蒂格尔法案》类似，日本的监管者依照业务的不同来划分银行。1999年以前，商业银行（也叫“城市银行”）禁止承销证券（吸纳储户存款和发放贷款的银行除承销政府或政府担保债券外禁止承销证券）。第二次世界大战以前，日本的银行主要由“财阀”控制，财阀是指由单一控股公司拥有的大型联合企业。尽管在第二次世界大战以后禁止财阀，但之后，它们被允许合并，以加快战后日本经济的重建。由财阀形成的银行被称为“经连”，与财阀有相似的结构，但所有者有许多。由于银行不允许持有其所贷款公司超过5%的股权，因而企业集团由许多家银行共同所有。城市银行通过“经连”对日本的金融和工业活动发挥了极大影响力。相应地，由于禁止城市银行的承销业务，日本证券市场发展缓慢。结果，日本多数公司通过短期和中期贷款，而不是通过证券市场融资。

在美国的帮助下重建的日本监管环境主要经历了三个阶段：1947~1992年，1992~1998年，1998年至今。

1. 1947~1992年

日本财务省成立于1947年，负责对金融系统的监管。它被授权监管银行，同时与日本央行共同承担制定财政政策和货币政策的职责。1971年以前，国外的证券机构禁止在日本开展业务。1971年涉及国外证券机构的法律允许外国机构进入日本金融市场从事投资银行业务。

2. 1992~1998年

和美国一样，日本也解除了投资银行和商业银行分业的规定。随着1992年《金融机构改革法案》的颁布，商业银行、投资银行、保险公司允许通过子公司的形式从事各自业务。该法案也产生了证券交易与监督委员会，承担了许多原本是财务省的监管职责。

3. 1998年至今

1998年，日本开始金融大改革，逐步解除对金融业的管制。金融大改革的一个重要部分就是

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

将证券交易与监督委员会从财务省分离出来，2002年成立了日本金融厅，是目前日本证券业的监管者。1999年间，《金融系统改革法案》允许商业银行拥有经纪机构以从事股票和债券的承销业务。另外，通过了一部新的法律——《金融产品销售法》，监管承销活动。

2006年通过的《金融工具与交易法》，成为日本证券行业和证券公司监管的主要法律。该法规定了对经纪自营商的注册和监管、上市公司合理披露信息的义务、上市公司大股东的合理披露、要约收购规则、上市公司内控等。

2.4.2 英国

成立于1694年的英格兰银行一直是英国主要的监管者，直到1997年。和日本一样，英国监管体系的发展也可以分为三个阶段：1986年以前，1986～1997年，1997年至今。

1. 1986年以前

1986年以前，自律盛行。在1986年，英国开始了金融大改革，将自律体系纳入法律框架内。这是日本金融大改革的先驱，都是为了给监管系统带来变革。

2. 1986～1997年

英国投资银行业监管的彻底改革开始于《1986年金融服务法案》，产生了一个综合性的政府监管者——证券与投资管理局。金融机构要到证券与投资管理局注册，自律组织（SRO）的成员除外。这一次，自律组织有强制执行权力。在《1986年金融服务法案》下，任何未经证券与投资管理局授权的金融机构都是非法的。

3. 1997年至今

1997年，金融监管系统开始彻底变革，证券与投资管理局更名为英国金融服务局。金融服务局合并了九个监管机构的力量，成为对这个行业的唯一监管者。在这一过程中，金融服务局也从英格兰银行获得了监管银行的权力。这与美国的几个金融监管机构有所不同。根据对金融服务局的授权，它和美国证券交易委员会类似，可以制定规则。它制定的规则无须国会批准即可具有约束力。2001年，《2000年金融服务和市场法案》取代了《1986年金融服务法案》。2007年全球金融危机发生后，英国金融服务局、英格兰银行及财政部联合改革和加强英国现有的监管法律框架。

4. 欧盟立法的影响

作为欧盟的一员，英国也受到欧盟关于银行和证券法规的影响，欧盟的法律法规试图使欧盟金融市场的立法处于同一平台。金融服务局作为英国监管当局，履行适当的监管职能。

2.4.3 中国

尽管中国香港受中国内地法律法规约束，但是由于其受英国的管辖直至1997年，因此它还是与中国内地对投资银行的监管规则有很大不同。该讨论不包括中国香港，主要讨论中国内地的金融监管环境。中国对投资银行的金融监管体系最近才开始通过效仿发达金融市场进行现代化改革。中国监管体系的发展可以被分为四个阶段：1992年以前，1992～1998年，1998～2005年，2005年至今。

1. 1992年以前

1992年以前，中国关闭了投资银行业。然而，以邓小平为代表的中国政府发起了经济改革，

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

开始实行市场经济，并打开国门允许外国贸易和投资。

2. 1992～1998 年

1992 年，中国政府建立了两个委员会：国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会。国务院证券委员会主要是立法，中国证券监督管理委员会是其执行机构，负责监管证券市场。1995 年，摩根士丹利成为第一家也是当时唯一一家在中国内地开展业务的国际投资银行。

3. 1998～2005 年

1998 年的《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）是中国监管投资银行的主要法律。国务院证券委员会与中国证券监督管理委员会合并，新的中国证券监督管理委员会是国务院直属政府机构。在《证券法》下，银行的存款业务和证券业务分业。

4. 2005 年至今

2005 年中国修订了《证券法》和《中华人民共和国公司法》，法律上的改变巨大：超过 40% 的章节被修订，增加了 53 条新规定，减少了 27 条原有规定。2005 年《证券法》修订之后，对银行及其附属机构从事证券活动的限制放松了，允许成立衍生品市场，而此前，严格限制金融市场为现金市场。另外，新的《证券法》采取进一步措施保护投资者在新证券发行中的利益。例如，第五条规定："证券的发行、交易活动，必须遵守法律、行政法规；禁止欺诈、内幕交易和操纵证券市场的行为。"最后，新的法律给了证券监管者更多的权力去调查和收集信息，在必要情况下，还可以控制证券公司的资产。

习题

1. 在 1929 年股市大萧条后，美国国会出台了一系列法案用以规范证券行业。列出其中四项法案的名称，并简述各自的制定目的。
2. 美国许多监管部门的一个共同目标就是消除发行人、投资银行和投资者之间的利益冲突，或使其最小化。举例说明美国投资银行业中的利益冲突，以及相应地试图解决这些问题的监管规定。
3. 向投资者进行信息披露是美国对证券业进行监管的另一项经常提起的事项。举例说明美国监管所规定的信息披露要求。
4. 在对投资银行进行监管中，美国政府的角色是什么？
5. 什么类型的美国证券发行不需要向美国证券交易委员会注册？
6. 什么是"红鲱鱼"？
7. Widgets 是一家上市公司，市值大概 3 亿美元。公司在 5 月提交了后续增发的注册申请书，但在 3 月就开始向投资者就发行事宜进行选择性披露。目前，这家公司的发行被美国证券交易委员会推迟。请问，推迟发行最可能的原因是什么？
8. 注册申请书中的风险因素有哪些？为什么这些风险因素对发行人和投资者很重要？
9. 1999 年《格雷姆－里奇－比利雷法案》对证券业监管有什么重大意义？
10. 英国、日本和中国的哪些监管规定借鉴了美国？
11. 本章中所描述的四个国家的监管框架都有哪些主要的不同点？
12. 比较本章中所述四个国家的监管机构。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第3章 融　　资

本章内容可以与以下案例互作参考：“自由港麦克莫伦铜金矿公司：并购融资”。

本章重点讲述为企业及政府客户融资，这是投资银行内投资银行部的两项关键业务之一。

3.1 资本市场融资

资本市场融资是指通过在受监管的市场上发行证券所进行的长期性融资。证券是一种可交换、可转让、代表了一定金融价值的工具。证券的形式可以是债务（债券、信用债券或票据）、权益（普通股）或混合形式（同时具备债务和权益相应特征的证券，诸如优先股和可转换证券）。资本市场融资一般由投资银行承销，这意味着投资银行在向发行方购入证券然后将这些证券转售给投资者的过程中承担了风险。这一融资过程必须符合证券法对信息披露、营销限制、承销商报酬以及其他事宜的规定。投资银行以一个折扣价格从证券发行方购入证券，然后转售给投资者，这样的资本市场发行称为初次发行。通过资本市场出售证券，其收益不是由证券发行方获得，而是由当前的证券持有人获得，这样的发行称为二次发行。

通过初次发行或二次发行在资本市场出售的证券，随后的交易称为二级市场交易，在证券交易所或场外市场进行。在二级市场交易中，出售方收取现金，购买方获得所购买的证券，而证券的初始发行人并不获得任何现金收益，也无须发行新的证券。

在美国，一级市场上的证券发行必须以下列两种方式之一进行：通过提交注册文件（其中一部分被称为招股书）向美国证券交易委员会进行注册；或者依据注册要求豁免条款进行发售。最常用的豁免条款是144A条款，该条款允许一些限制证券在合格机构投资者（这些机构通常被称为合格机构投资者（QIBs），管理的可投资资产在1亿美元以上）之间直接转售。美国大多数债券及大部分可转换证券的发行都是基于144A条款完成的。证券并未在公开市场上发行或出售而免于注册的证券交易被称为私募，私募中不得利用一般的询价或公告过程来与投资者进行接触。经过美国证券交易委员会注册的一级市场发行被称为“公开发行”（见专栏3-1）。

专栏3-1　　私　　募

如果首次出售（给承销商）以及后续出售的对象为合格机构投资者的成熟投资者，债券的私募（与交易所挂牌证券不属于同一类）可以免于向美国证券交易委员会注册。由于缺乏流动性，

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

私募的条款对借款人来说往往限制性更强或者价格更加昂贵：投资者在将债券转售给其他合格机构投资者时受到了限制，相对于拥有更为广泛的投资者基础的公开市场证券来说，这往往导致比较低的转售价格。大部分债券和可转换证券交易（不包括强制可转换证券）都是在144A条款豁免基础上完成的，并未向美国证券交易委员会注册。

一家公司以向美国证券交易委员会注册发行的方式首次向公众发售股票，即为首次公开发行（IPO）。该公司后续向公众发售股票称为“增发”。如果公司的主要股东根据公司的协议想要出售自己的股份，为了达到广泛销售的目的，这些股份的出售可以使用公司的注册文件。这种股东销售称为献售股东发行（或二次发行，如上文所述），同时使用公司注册文件的协议称为“注册权协议”。

大部分公开市场证券发行都由投资银行进行承销，投资银行以折扣价格购入所有发行证券并尽量以更高的价格转售。购买和销售之间的价差称为“承销差价”，作为投资银行的销售努力以及承担某些特定法律风险的补偿。根据发行方和银行之间的协议（称为“承销协议”），承销可以由银行尽力推销而由发行方承担证券价格风险，或者在企业承诺基础上销售（包销）而由银行承担证券价格风险。在以上任一方案中，投资银行仍然承担清算和结算的风险。

在通常情况下，由一个投资银行集团（也称为“辛迪加”）对证券的发行进行承销。在这种情况下，发行方必须确定哪些银行是交易的主承销商。主承销商负责确定交易的承销方法和定价，因此获得最高的承销分配份额和相应更高比例的承销差价。在有些情况下，由一家银行作为主承销商，但在另外一些情况下，所有的承销商在平等的基础上运作。加入辛迪加的其他银行称为“联席承销商”，在承销分配中占据较小的份额。它们在营销以及定价方面进行的投入相对于主承销商来说较小，但不对这一过程进行控制，同时承担较低的风险和较少的工作。因此，它们获得的报酬较低。在一个承销辛迪加组织中可以有1~7个联席承销商。在一些证券的发行中，可能有另外一个投资银行集团作为“销售集团”参与到证券发行中来，这些银行不承担任何金融风险，不过获取的报酬也更低。

投资银行业对银行参与的所有承销进行持续追踪，这成为比较银行间承销能力的基础。该记录被称为排行榜，并且每种不同的证券类型（以及地理区域）都有各自的排行榜。最重要的排行榜是记录银行账簿管理承销行为的排行榜，该排行榜根据账簿管理银行的发行收入获得积分（收入除以账簿管理银行的数目），与其所实际承销的份额无关（权益以及债务排行榜分别参见表3-1和表3-2）。

投资银行的资本市场部主要负责发起和实施资本市场交易。在这种角色中，它们与客户关系银行家合作寻找潜在证券发行人，同时配合辛迪加组织的专业人士确定合适的定价。在客户关系银行家的配合下，资本市场部加入了为获取融资发行人委托而展开的激烈竞争。有时，竞争压力会迫使投资银行承担相当大的风险，诸如同意包销：以一定的价格从发行人处购入全部证券，然后尽量以一个更高的价格将证券转售给投资者。在有些情况下，投资银行还会承担另外一种风险，即投资银行在资本市场上通过承销进行后续替代性融资之前，为客户提供巨额贷款作为过桥融资（为并购交易提供支持）的风险。如果市场不允许以合理条件进行替代性融资，则银行必须为客户提供贷款。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 3-1 2008 年及 2009 年上半年全球权益发行排行榜

2008 年全部权益发行

排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	80.7	189	12.7
2	摩根大通	73.6	179	11.6
3	高盛	61.2	126	9.6
4	花旗	49.7	149	7.8
5	摩根士丹利	47.1	134	7.4
6	瑞银	40.3	163	6.3
7	瑞信	32.1	117	5.1
8	德意志银行	25.7	108	4.1
9	巴克莱	25.1	52	3.9
10	苏格兰皇家银行	16.9	55	2.7
	小计	**452.3**	**810**	**71.2**
	总计	**635.4**	**3 025**	**100.0**

2008 年 IPO

排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	9.3	27	11.2
2	花旗	8.0	24	9.6
3	瑞银	7.6	25	9.2
4	摩根大通	6.8	15	8.2
5	摩根士丹利	5.0	22	6.0
6	高盛	5.0	11	6.0
7	德意志银行	4.4	15	5.3
8	瑞信	4.2	20	5.0
9	汇丰	4.1	10	4.9
10	富国－美联银行证券	2.6	3	3.2
	小计	**56.8**	**102**	**68.7**
	总计	**82.8**	**696**	**100.0**

2008 年股票发行（增发＋IPO）

排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	64.5	141	12.2
2	摩根大通	59.4	133	11.2
3	高盛	48.9	95	9.2
4	摩根士丹利	38.7	104	7.3
5	花旗	37.6	115	7.1
6	瑞银	36.3	138	6.9
7	瑞信	28.3	96	5.3
8	德意志银行	21.1	86	4.0
9	苏格兰皇家银行	16.3	50	3.1
10	巴克莱	15.0	36	2.8
	小计	**366.2**	**658**	**69.1**
	总计	**530.0**	**2 737**	**100.0**

2008 年可转换证券发行

排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	16.2	48	15.3
2	摩根大通	14.1	46	13.4
3	高盛	12.3	31	11.7
4	花旗	12.1	34	11.5
5	巴克莱	10.1	16	9.6
6	摩根士丹利	8.4	30	7.9
7	德意志银行	4.6	22	4.4
8	瑞银	4.0	25	3.8
9	瑞信	3.8	21	3.6
10	野村证券	2.8	6	2.6
	小计	**88.3**	**155**	**83.8**
	总计	**105.4**	**288**	**100.0**

2009 年上半年全部权益发行

排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	摩根大通	58.4	180	16.7
2	高盛	39.5	104	11.3
3	摩根士丹利	34.4	139	9.8
4	瑞银	26.2	119	7.5
5	美银美林	22.9	139	6.5
6	花旗	19.0	116	5.4
7	瑞信	17.9	88	5.1
8	德意志银行	16.2	76	4.6
9	野村证券	10.0	23	2.9
10	汇丰	9.4	18	2.7
	小计	**253.8**	**601**	**72.5**
	总计	**350.2**	**1 874**	**100.0**

2009 年上半年 IPO

排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	摩根大通	1.6	7	12.1
2	瑞银	1.4	4	10.6
3	高盛	1.3	4	9.3
4	摩根士丹利	1.1	9	7.9
5	巴西银行	0.7	1	5.3
6	西班牙桑坦德银行	0.7	1	5.3
7	巴西布拉德斯科银行	0.7	1	5.3
8	美银美林	0.6	5	4.8
9	汇丰	0.6	3	4.6
10	瑞信	0.5	7	4.1
	小计	**9.3**	**25**	**69.1**
	总计	**13.5**	**145**	**100.0**

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

2009年上半年股票发行（增发+IPO）					2009年上半年可转换证券发行				
排行	账簿管理人	价值（10亿美元）	交易数	市场份额（%）	排行	账簿管理人	价值（10亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	摩根大通	52.1	144	16.7	1	摩根大通	6.3	36	17.0
2	高盛	36.1	84	11.5	2	摩根士丹利	4.6	24	12.5
3	摩根士丹利	29.7	115	9.5	3	高盛	3.4	20	9.2
4	瑞银	25.7	114	8.2	4	花旗	3.2	23	8.7
5	美银美林	20.1	115	6.4	5	美银美林	2.8	24	7.5
6	瑞信	15.9	72	5.1	6	东方汇理银行	2.2	7	5.8
7	花旗	15.7	93	5.0	7	瑞信	2.0	16	5.4
8	德意志银行	14.4	62	4.6	8	法国法兴银行企业与投资银行部	1.9	6	5.1
9	野村证券	9.5	20	3.0	9	德意志银行	1.9	14	5.0
10	汇丰	9.1	16	2.9	10	法国巴黎银行	1.7	7	4.5
	小计	228.2	518	72.9		小计	30.0	87	80.9
	总计	313.1	1 708	100.0		总计	37.1	166	100.0

注：“交易数”一列下的合计数并不等于前十名承销商交易数目的加总，因为一些交易有多个承销商。价值在承销商之间进行了分配，而在交易数栏目中每个承销商得到1分。

资料来源：Dealogic.

表3-2　2008年以及2009年上半年全球债务发行排行榜

2008年全部债务发行					2008年投资级债券				
排行	账簿管理人	价值（10亿美元）	交易数	市场份额（%）	排行	账簿管理人	价值（10亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	398.0	2 580	9.0	1	摩根大通	151.5	358	7.9
2	巴克莱	370.5	1 497	8.4	2	美银美林	148.7	344	7.8
3	摩根大通	352.7	1 200	8.0	3	巴克莱	132.1	298	6.9
4	德意志银行	253.4	830	5.7	4	花旗	127.6	354	6.7
5	花旗	252.9	940	5.7	5	苏格兰皇家银行	101.6	252	5.3
6	苏格兰皇家银行	211.5	807	4.8	6	德意志银行	100.0	230	5.2
7	瑞银	203.1	1 096	4.5	7	高盛	89.1	180	4.7
8	高盛	187.0	543	4.2	8	瑞银	82.2	242	4.3
9	瑞信	180.8	678	4.1	9	汇丰	80.3	226	4.2
10	摩根士丹利	169.4	713	3.8	10	摩根士丹利	79.5	185	4.1
	小计	2 579.2	8 618	58.2		小计	1 092.1	1 557	57.0
	总计	4 433.6	18 157	100.0		总计	1 916.5	3 745	100.0

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

2008 年高收益债券				
排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	11.9	53	10.7
2	摩根大通	9.2	45	8.3
3	瑞信	8.0	33	7.2
4	花旗	6.4	38	5.8
5	摩根士丹利	5.6	25	5.0
6	德意志银行	3.7	25	3.3
7	苏格兰皇家银行	3.7	19	3.3
8	瑞银	3.5	23	3.2
9	高盛	3.5	22	3.1
10	巴克莱	2.7	19	2.4
	小计	58.1	161	52.3
	总计	111.2	766	100.0

2008 年结构性融资（资产支持证券和住房抵押贷款支持证券）				
排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	76.0	154	17.0
2	巴克莱	49.4	117	11.1
3	摩根大通	44.9	101	10.1
4	苏格兰皇家银行	35.5	111	7.9
5	花旗	34.8	96	7.8
6	瑞信	30.0	83	6.7
7	德意志银行	29.2	87	6.5
8	高盛	16.4	48	3.7
9	摩根士丹利	14.1	34	3.2
10	瑞银	13.2	33	3.0
	小计	343.6	652	76.9
	总计	446.8	1 069	100.0

2009 年上半年全部债务发行				
排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	摩根大通	303.9	808	8.8
2	巴克莱	251.0	752	7.3
3	花旗	231.8	693	6.7
4	美银美林	208.5	682	6.1
5	德意志银行	175.3	569	5.1
6	汇丰	172.7	591	5.0
7	高盛	168.9	400	4.9
8	苏格兰皇家银行	159.3	507	4.6
9	摩根士丹利	152.4	454	4.4
10	法国巴黎银行	143.4	418	4.2
	小计	1 967.2	3 922	57.2
	总计	3 441.3	9 288	100.0

2009 年上半年投资级债券				
排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	摩根大通	132.0	294	7.9
2	花旗	131.7	283	7.9
3	巴克莱	107.1	246	6.4
4	美银美林	100.4	240	6.0
5	苏格兰皇家银行	90.2	204	5.4
6	汇丰	83.9	229	5.0
7	摩根士丹利	82.2	171	4.9
8	法国巴黎银行	77.8	214	4.7
9	德意志银行	72.7	201	4.4
10	高盛	70.9	157	4.3
	小计	948.8	1 093	57.0
	总计	1 663.8	2 389	100.0

2009 年上半年高收益债券				
排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	12.0	73	12.9
2	摩根大通	10.4	65	11.1
3	花旗	8.7	56	9.3
4	德意志银行	6.8	43	7.2
5	摩根士丹利	5.6	27	6.0
6	高盛	4.6	29	5.0
7	图兰·阿列姆银行	4.3	2	4.6
8	瑞信	4.2	33	4.5
9	富国证券	3.7	32	4.0
10	苏格兰皇家银行	2.0	16	2.2
	小计	62.3	152	66.7
	总计	93.4	410	100.0

2009 年上半年结构性融资（资产支持证券和住房抵押贷款支持证券）				
排行	账簿管理人	价值（10 亿美元）	交易数	市场份额（%）
1	美银美林	36.7	59	16.7
2	摩根大通	27.2	48	12.4
3	巴克莱	23.8	40	10.9
4	高盛	21.3	28	9.7
5	苏格兰皇家银行	18.0	43	8.2
6	花旗	17.8	34	8.1
7	瑞信	16.1	37	7.3
8	德意志银行	12.8	40	5.8
9	荷兰合作银行	3.4	2	1.5
10	阿默斯特证券集团	3.1	8	1.4
	小计	180.2	257	82.1
	总计	219.4	421	100.0

注：“交易数”一列下的合计数并不等于前十位承销商交易数目的加总，因为一些交易有多个承销商。价值在承销商之间进行了分配，而在交易数栏目中每个承销商得到1分。

资料来源：Dealogic.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

3.2 融资考虑

当投资银行就潜在融资事项向发行方提出建议时，重点关注流动性（现金余额、可交易证券、可用信用额度）、现金利息保障倍数、负债收入比、资本成本以及信用评级机构关注事项等，然后对客户是否应该进行融资以及应选择债务、权益还是混合证券（如可转换证券）提出融资建议。同时，投资银行对客户的流动资产占其市值、总负债、年应付利息以及资产负债表和利润表的其他指标进行分析，然后将这些指标与同行业其他企业相比较，以确定该客户是否比其竞争者拥有相对更多或更少的流动资产。这种分析是讨论公司是否需要增加或减少流动资产的基础（见专栏3-2）。如果断定公司需要筹集更多的流动资金，则银行将会考虑一系列融资方案，如图3-1所述。

专栏3-2　　公司资本结构

公司关注增加现金或减少现金：

增加现金途径	减少现金途径
债务发行	股份回购
• 公募或私募债券、贷款或资产证券化	• 公开市场、拍卖或衍生品
权益类发行	资产收购
• 公募或私募，可转换证券或优先股	• 并购
资产出售	偿付债务、可转换证券或优先股
• 并购	增加资本性支出
减少资本性支出	股息支付
减少股息支付或取消股票回购	• 按季度进行小额支付或一次性支付大额特别股息

与资本结构相关的应关注关键领域包括：每股收益（EPS）、信用评级、财务弹性、对冲资产和负债、税务影响以及同主要竞争对手保持资本结构一致。

在公司和投资银行对新的融资需求达成一致后，它们首先必须确定是发行债务证券还是权益证券。一般来说发行权益融资的成本高于债务融资，并且很可能引起发行人每股收益（EPS）的下降，可能会对公司股价产生负面影响。然而，权益可以加强公司的资产负债表并且可能因此从信用评级机构获得更高的信用评级。更高的信用评级可能会带来较低的未来债券融资成本以及更高的长期价值。债务融资通常具有较低的成本，但可能会削弱公司的资产负债表并降低财务弹性。因此，在对债务融资方式与权益融资方式进行比较时，公司和其聘请的投资银行必须对债务融资风险调整后的成本进行考虑。在发行新的债务之前，投资银行及其客户必须考虑债务对现金利息保障倍数（确定现金流能够完全覆盖新增利息费用）的影响以及对信用评级的可能影响。同时它们还需要确定管理层是否具备管理一个更高杠杆公司所需要的技能。归根结底，风险调整后资本成本、信用评级、与同类公司的比较、权益和债务研究员的意见以及管理层对最终资产负债表的满意度等，都是确定公司以债务、权益还是可转换证券来融资需要考虑的因素。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

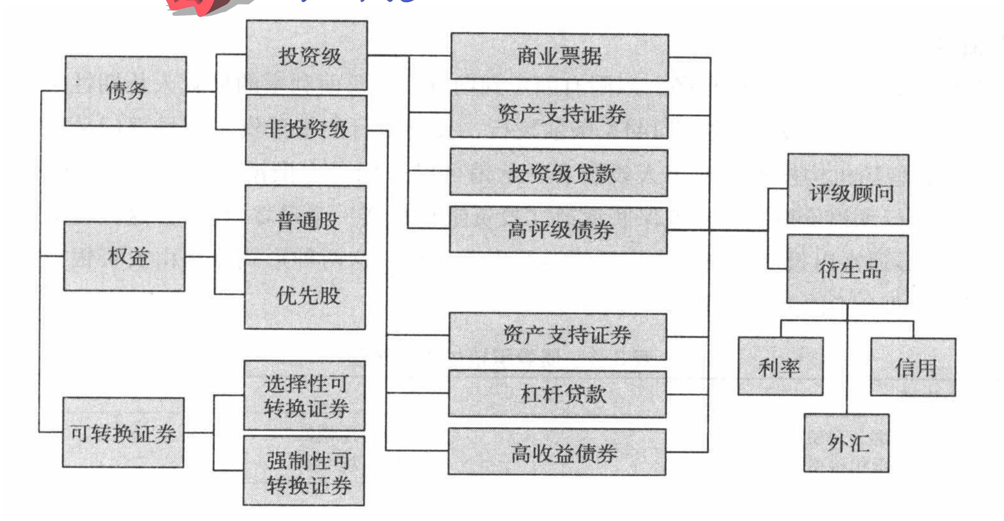


图 3-1 融资选择

3.3 融资方案

在融资类型（债务、权益或混合融资）做出决策之后，客户和投资银行要考虑一系列融资方案以确定最佳的融资产品。

3.3.1 债务融资

如果公司决定发行将由信用评级机构进行评级的债券，该债券将被划分为投资级债券或非投资级债券。投资级债券要求在标准普尔评级或惠誉评级中债券级别在 BBB – 及以上级别，或者在穆迪评级中级别在 Baa3 及以上级别（见表 3-3）。投资级表明发债人较优秀的资产负债表以及更强的应对大量现金需求方面的能力。非投资级从 BB + 或 Ba1 级开始并往下，意味着债务发行人的能力相对较弱。债务融资选择包括投资级（高级别）债券、非投资级债券（高收益债券或垃圾债券）、投资级贷款、低评级（杠杆）贷款、资产支持证券以及商业票据（见图 3-1）。

表 3-3 信用评级

投资级		投资级以下	
穆迪	标准普尔和惠誉	穆迪	标准普尔和惠誉
Aaa	AAA	Ba1	BB +
Aa1	AA +	Ba2	BB
Aa2	AA	Ba3	BB –
Aa3	AA –	B1	B +
A1	A +	B2	B
A2	A	B3	B –
A3	A –	Caa	CCC
Baa1	BBB +		
Baa2	BBB		
Baa3	BBB –		

资料来源：Standard & Poor's，Moody's and Fitch.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

1. 债券

债券是以证券形式表现的债务，以附有固定到期日以及票面利率的借款人长期性义务的方式发行。通过注册的公募发行或按照144A条款发行，投资银行的债务资本市场部门从发行方购入证券并将其转售给机构投资者或个人投资者。承销可以采用尽力推销（发行方承担价格风险）、包销（投资银行承担价格风险）或保底承销（投资银行承诺一个最坏价格）。这些证券承销类型见表3-4。债券通常以投资级债券或垃圾债券的形式发行，这两种形式分别由投资银行的债务资本市场部内部两个不同的团队负责。

表3-4 债券承销的不同类型

尽力推销	
• 涵盖大部分交易 • 发行人承担价格风险	• 费用最低 • 市场交易
包销	
• 投资银行以确定价格购买债券 • 通常出现在竞争性市场中	• 投资银行承担价格风险
保底承销	
• 对价格进行了“保底”或承诺，但是如果发行人出清市场，则其将会得到较低的价格	• 投资银行对最坏情况下的价格进行了承诺

2. 贷款

从监管的角度来说，贷款在美国并非证券，因此，不必向美国证券交易委员会进行注册。相对于债券来说，提供贷款的银行以及其他成熟贷款人要求对借款人施加更为繁冗的限制（约定事项）。对贷款和债券之间主要区别的描述见专栏3-3。

3. 资产支持证券

资产支持证券是需要支付利息和本金的债务证券，利息和本金的支付是由基础资产产生的现金流所支持，基础资产包括：住房抵押贷款、房屋净值贷款、汽车消费贷款、信用卡应收款、助学贷款和设备租赁等。投资银行通过以下两种方式来创造资产支持证券：选择资产池并直接出售给投资者，或者通过收购抵押债权并将能够产生现金流的债权出售给特别设立的第三方，该第三方称为特殊目的载体(SPV)。特殊目的载体设置的目的是将发起金融机构的信用风险和投资者隔离开来。特殊目的载体将一揽子贷款出售给信托公司，然后由信托公司来发行附息证券，该证券基于资产所产生的现金流可以获得独立的信用评级（关于资产支持证券的进一步分析，请参见案例：“两

专栏3-3

公司如何在贷款和债券之间进行选择

- 可提前偿付和不可提前偿付债务。
  - 贷款一般可在任意时刻按照面值提前偿付。
  - 债券在一段特定时期内不可赎回，一般为4~5年。
- 债券通常没有约定事项。
  - 发生约定和持续约定。
  - 一般在产生新债务方面约束较少。
- 贷款需要分期偿还。
- 债券投资者一般承受更高的风险，因此可以获得更高的收益。
- 债券到期日更长。
- 债券往往成本更高。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

只对冲基金的故事：磁星和培洛顿”）。

担保债务凭证（CDOs）是一种资产支持证券，它将资产划分为不同的等级：优先档（评级为AAA级）、夹层档（AA至BB级）以及权益档（无评级）。损失承担采取与评级相反的顺序，因此低评级系列会提供较高的利率以弥补较高的违约风险。同时每个档级的利息都稍高于相同评级的公司债务利息，这种“收益率提升”是2000～2007年担保债务凭证发行量迅速增长的主要原因，为投资银行承销业务创造了可观的利润。担保贷款凭证（CLO）是由杠杆贷款所支持的担保债务凭证。担保债券凭证（CBOs）是由高收益债券所支持的担保债务凭证。2007年年中开始的信贷危机引起担保债务凭证发行的急剧下降（见图3-2），同时给持有与担保债务凭证承销、投资相关的大量头寸的投资银行带来了巨额损失。据国际货币基金组织估算，在2007年年中至2008年年底全球金融机构所遭受的所有与担保债务凭证相关的损失已高达1万亿美元。

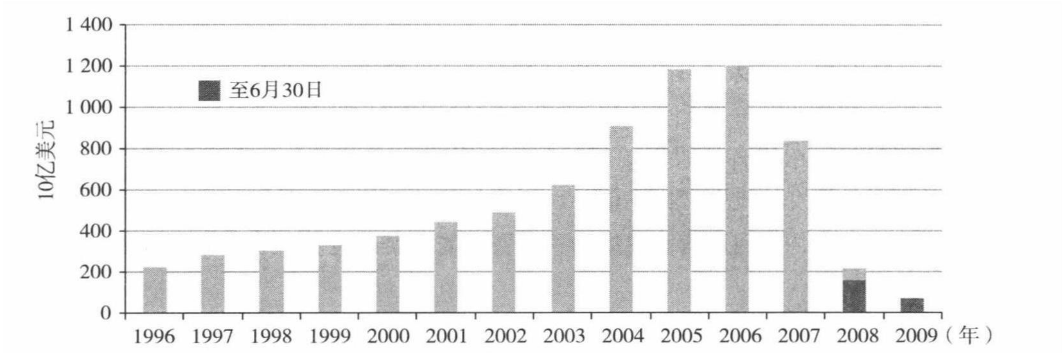


图3-2 资产支持证券发行

资料来源：Dealogic.

4. 商业票据

商业票据是一种短期美国期票，期限不超过270日。金融机构发行了全部商业票据中的3/4。商业票据无须向美国证券交易委员会注册并且可以广泛销售，是一种成本非常低廉的短期融资工具。

3.3.2 权益融资

1. 首次公开发行

首先，投资银行的权益资本市场部门帮助私人企业确定其股票的首次公开发行是否基于利弊分析所做出的合乎逻辑的决策（详见下文）。接下来，由投资银行确定是否存在充足的投资者购买公司新发行的股票。假设投资者有足够的兴趣，投资银行将通过与公开交易的可比公司进行比较或通过其他方法（包括现金流量折现法）得出的价值来确定公司的期望价值。这是一个不完善的过程，因为需要对历史营业利润及收入进行分析以及对未来利润和收入进行预测。由于在某些情况下很难找到合适的可比公司，同时做出的预测也可能存在问题，所以，对一些首次公开发行候选人的估价过程与其说是科学，不如说是艺术。第4章中的可比公司法对这一估值方法的过程进行了更深入的探讨。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

公开发行的主要优势有以下几个方面。

（1）进入公开市场融资：对于在美国发行股票，在美国证券交易委员会进行注册后，可以向众多的投资者进行融资，这不仅针对首次公开发行，增发也是如此。这使得公司可以形成广泛的、多元化的所有权结构（包括个人所有以及机构所有），这种所有权结构在市场衰退期有利于稳定股票价格。美国证券交易委员会所要求的严格的信息披露制度能够树立投资者信心并且能够带来对股票更强劲的潜在需求。

（2）增加知名度和营销优势：上市公司能够得到来自大众媒体更多的关注，这可以提升公众对公司产品的兴趣并提高其市场份额。

（3）创造收购货币以及薪酬机制：未来的收购可以使用股票来代替现金，这对于高成长型公司非常重要。另外，股票和股票期权可以用于员工激励和薪酬机制。这种做法可以保留现金、提高员工忠诚度并促进员工招聘。

（4）股东的流动性：首次公开发行允许创始人通过出售股份降低公司风险。然而，创始人以及其他关键员工（献售股东）出售的股份一般不超过首次公开发行股份的25%，以保留较大的风险头寸（根据献售股东持有该股份的时间长短以及发行总规模，该百分比可能会更高一些）。该规定能够为首次公开发行投资者树立信心，使他们相信创始人和管理层仍将有足够的提高股东价值的经济动机。另外，公司运营和发展的一级资本需求是确定首次公开发行中初次发行和二次发行组合的关键因素。

公开发行的主要不足有以下几个方面。

（1）报告要求：向美国证券交易委员会注册后不仅要按照美国证券交易委员会的要求编制会计报表以及其他报告，还需要通过制作 10 - Ks、10 - Qs 以及 8 - Ks 表格来提交季度、年度以及其他事件相关报告。此外，还需要高管、董事以及主要股东签署的代理委托书和个人声明。2002年的《萨班斯 - 奥克斯利法案》对于上市公司的合规要求也同样重要，满足这些要求也需要大量耗时的报告以及上市公司及其高管必须履行的程序性义务。

（2）成本：上述需完成的报告要求会产生非常高的年度成本。这些成本包括法律、会计以及税务申报成本（该成本在《萨班斯 - 奥克斯利法案》生效后大幅度上升）。大部分公司还需要对公司的信息系统进行更换或大幅度升级，这项支出同样非常昂贵。另外，首次公开发行的前期成本也非常高。例如，作为承销费用支付给投资银行的比例高达首次公开发行总收入的7%（这一比例随着交易规模的扩大而下降），同时，根据交易规模，首次公开发行收入的3%或者更大的比例用于支付法律、印刷、会计以及其他费用。其结果是，发行人通常只能获得不足90%的发行收入。最后，对于在启动首次公开发行方面的管理时间也应分配一定的费用。管理层需要花费大量时间来检查用于向美国证券交易委员会注册的文档，并在“路演”期间需前往多个城市会见潜在的机构投资者。

（3）信息披露：美国证券交易委员会要求公司在注册过程中公开大量信息，其中一些信息可能是对其竞争者有利的潜在敏感信息。

（4）对短期管理的过度关注：通过制作 10-Q 表格向投资者提供季度信息的要求，通常会将管理者的注意力从管理创造长期价值的业务转移到管理能够实现市场所期望的季度业绩业务上来。股东通常期望季度收入稳定增长，如果这一目标没有达到，公司的股价则可能下跌。这种情

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

况可能迫使管理层在管理过程中注重短期利益，而牺牲长期价值的创造。

首次公开发行过程始于公司在投资银行中选择同自己合作的主账簿管理人。被选中的投资银行将提出估值模型以确定股票发行的定价范围并对拟发行股票数量提出建议。公司同时选择其他投资银行作为发行的联席账簿管理人，决定募集资金用途以及选择股票上市的证券交易所。然后公司同审计师事务所协作编制符合美国证券交易委员会要求的会计报表。公司及投资银行的法律顾问同投资银行以及公司高管一起准备向美国证券交易委员会注册的文档（通常为“S-1”表格）。文档被称为“注册申请书”，其中一部分称为“招股书”。这些文档告知公众未来的首次公开发行事宜并提供有关发行人的大量信息。在收到美国证券交易委员会反馈后，注册申请书需要进行一次或多次修改。在完成美国证券交易委员会所要求的修改，且主账簿管理人和公司就股票价格范围（通常主要基于主账簿管理人所提出的可比公司法估值或者现金流折现法估值）达成一致意见之后，注册申请书将进行最后一次修改并将价格范围补充在内。

接下来，公司以及主账簿管理人确定路演日程安排，路演在参与承销的每家投资银行举行过宣讲会之后开始，并可能持续两个星期。宣讲会上，每家银行的研究人员可以借此机会向交易部的销售员提出自己对该公司的看法。主账簿管理人的权益资本市场部门和销售团队，将联合公司管理层在发行宣传期间使用“红鲱鱼”招股书同潜在投资者进行会谈，该招股书取自向美国证券交易委员会注册的最近一次修改的S-1注册申请书。

路演活动主要聚焦于公司目前的健康状况、管理层对公司发展的计划、同其他公司的比较以及投资者对股票价格范围的反应和发行的预期规模（尽管可能根据业务现金需求的不同而有所差异，但是预期规模通常少于私人持有股份的25%）。路演期间，投资者向主账簿管理人透露购买意向或者他们可能购买特定数量股票的具体价格。一旦簿记建档完成，并且主账簿管理人认定他们拥有强劲的交易实力，公司将要求美国证券交易委员会准备宣布其注册申请生效，交易价格便随之确定下来（一般在最近一次的价格范围内，但大概有1/4的首次公开发行最终的定价超出了价格范围）。此时，美国证券交易委员会宣布注册申请生效，然后主承销商将股票“分配”给投资者（首次公开发行时间表范例见图3-3）。

从注册（该过程从发行人制作递交美国证券交易委员会的S-1招股书开始）开始直到美国证券交易委员会宣布注册申请有效之间的这段时期一直被称为“静默期”。在这一时期，美国证券交易委员会只允许公司通过“红鲱鱼”招股书（由于封面上由红色字体声明所提供信息为初始信息而得名）向投资者透露他们进行首次公开发行的意向。2005年，美国证券交易委员会进行了改革，公司也可以在递交注册申请书后向投资者提供“任意补充招股文件”（写明出售要约或征求购买证券），只要在此之前有一份书面招股书或者附有书面招股书。另外，如果任意补充招股文件为电子形式，发行人只需向法定招股书提供超链接。除此以外，静默期不允许进行“许诺销售”，同时由公司发起的具有“调节市场”作用或引起公众对发行人或其证券的兴趣的公告宣传也是被禁止的。不遵守这些规定会被认定为“抢跑”犯规，美国证券交易委员会可能要求发行人撤回其注册。专栏3-4描述了2004年谷歌在其“荷兰式拍卖”首次公开发行中所遭遇的抢跑的例子。对于抢跑以及其他与首次公开发行相关的美国证券交易委员会事项的详细解释参见第2章。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

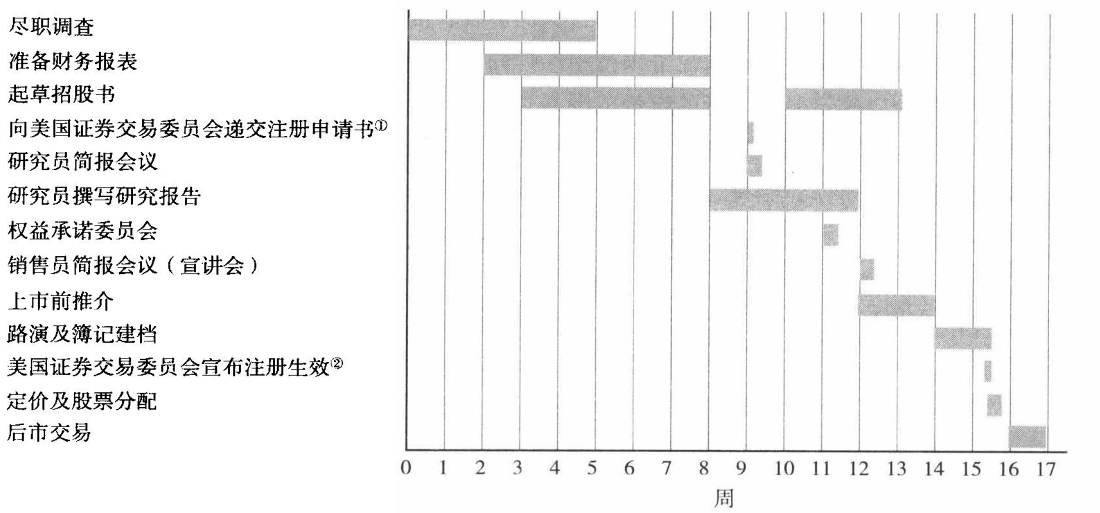


图 3-3　首次公开发行时间表范例

① 注册申请书中包含了定价范围。

② 最终注册申请书包含了股票向投资者发行的价格。美国证券交易委员会对发行人在“静默期”的交流活动进行限制，静默期自公司向美国证券交易委员会提交注册申请书开始，至注册生效时止。

资料来源：Morgan Stanley.

专栏 3-4　谷歌的首次公开发行

交易规模：17 亿美元　　宣布日期：2004 年 4 月 29 日　　完成日期：2004 年 8 月 18 日

当谷歌着手为其首次公开发行选择投资银行时，公司组建了一个工作组负责鉴别有资格的投资银行。该工作组最初选择了 20 家投资银行，并要求所有投资银行在进一步接触之前签订保密协议。然后给每家投资银行一份共有 21 个问题的调查问卷，调查投资银行的资格以及对谷歌实施公开发行最佳方式的想法。

谷歌开始与来自 12 家投资银行的个人进行面谈。谷歌以问答形式取代投资银行的传统形式开展会议，判断每家投资银行对他们计划采用改良的荷兰式拍卖进行公司首次公开发行的反应。通过拍卖，谷歌希望确保对个人投资者的最大配额。面谈之后，公司选择了瑞信第一波士顿和摩根士丹利作为联席账簿管理人。

许多投资银行试图说服谷歌采用以路演为基础的传统询价方式进行首次公开发行，这种方式能让投资银行从大型机构投资者处获取定价信息。他们认为由于荷兰式拍卖剥夺了其定价信息并使他们失去了得到账簿管理人所实施的大额配股的机会，因此荷兰式拍卖将会疏远这些投资者。然而，谷歌坚持己见，因为他们想要一个更加平等的过程。同时谷歌希望避免发生在一些大型首次公开发行中的暴涨，特别是交易首日股价大幅上涨的情况。

在荷兰式拍卖下，投资者通过出价参与，列出他们想要获得的股份数以及愿意为这些股份所支付的价格。所有竞价由高到低排列，然后由高往低，在所有待售股票全部售出的价位上确定最终市场价格。所有竞价者均取得所确定的最低价格。这种制度，主要依赖于个人投资者的参与，

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

在华尔街并不流行。

谷歌的首次公开发行给投资银行出了一个难题。投资银行想通过承销史上最大规模的股票发行提高声望，但是它们又被拍卖过程以及谷歌所支付的低于平均水平的承销费用所阻。

投资银行取得的报酬一般高达它们所帮助承销的传统首次公开发行收入的7%。在这种安排下，谷歌的承销商可以赚取250 000 000 美元的收入。然而，谷歌公司提出支付97 800 000 美元的佣金及承销佣金，也就是约占首次公开发行筹集的36 亿美元中2.7%的金额。

美国证券交易委员会在8 月初宣布谷歌的注册生效，投资银行发现它们不仅面临着在一个月内完成对新发行来说历来非常缓慢的发行定价过程，同时纳斯达克指数也接近了一年中的最低点。大部分发行人的定价低于其目标价格范围，但是由于不愿推迟发行，谷歌决定继续推进，同意将目标价格范围从最初期望的每股108～135 美元降低至每股85～95 美元。同时公司把将要发行的股票数量从2 570 万股削减至1 960 万股。

在确定定价之前的几个星期，谷歌面临着另一个困境。首先，当谷歌拒绝向机构投资者提供大部分发行人会提供的同类深度财务指导时，它致力于公平对待机构和个人投资者的努力受到了质疑。

所有这些保密措施，连同允许谷歌雇员在首次公开发行15 天之后就能出售股票这一非同一般的、极短的锁定期吓住了机构投资者。接着《花花公子》杂志对谷歌创始人的采访惹怒了美国证券交易委员会，引起了人们对交易可能造成静默期违规的猜测。

谷歌的管理层以及投资银行同意抓紧推进，最终将交易定价于每股85 美元，其电子竞拍相当成功，竞价位于该价格或以上的投资者至少可以得到其申购量的74%。尽管受到了批评，但谷歌的股票迅速取得了成功。交易第一天结束时股票收盘价为100.34 美元。2004 年度末，股票收盘于192.79 美元，比发行价格高出了127%。

注：该交易并未完全达到谷歌的目标，因为几乎没有个人投资者参与（原因是谷歌不向零售经纪商支付销售特许佣金），同时交易第一天价格上涨了18%，造成了荷兰式拍卖主要目的的失效（把钱留在了桌子上：上市定价过低，损失了一部分应得融资收入）。

资料来源：Tunick, Britt Erica. "Google Goes Its Own Way: Novel Dutch auction had twists and turns all the way to IPO." IDD. 17 Jan. 2005.

---

2. 增发

在首次公开发行完成之后，公众公司随后进行的经美国证券交易委员会注册的股票发行称为增发。为进行此类融资，公司会组建一个投资银行承销团，承销团包含一个或更多的主账簿管理人以及由发行人选择的一些联席承销商。对于在美国进行的增发，公司制作S-3 注册申请书向美国证券交易委员会注册（根据要求进行，其中一项要求为在注册时公司至少已上市一年），就如首次公开发行一样，这使得公司能够在路演期间（如果进行路演的话）使用“红鲱鱼”招股书来进行广泛营销。由美国证券交易委员会宣布有效的最终招股书是确认投资者申购的基础。然而，与首次公开发行不同的是，增发并不设置价格范围，因为股票根据发行人的股票在其上市的证券交易所的市场价格定价，因此，对于增发交易，投资银行无须同公司通过估价过程制定价格范围。相反，它们重点关注的是其他因素，比如，对于发行最有效的营销计划，包括合适的规模、目标投资者群体以及根据发行时流通股的价格设定合适的发行价格。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

后续增发的规模很重要，因为新股稀释了当前持股人的每股收益。如果公司预计未来收入将快速增长，能够弥补新股发行引起的稀释效应，则可以减轻对每股收益方面的考虑。如果相对于预期收入增长发行规模过大，下滑的每股收益可能会对公司的股价产生负面影响（受到募集资金用途以及其他考虑因素的影响）。因此，投资银行及其发行客户必须谨慎地进行适当规模的增发。增发收入超过发行公司当前股票市场价值（市值）25%的情况是不常见的。

可以发起增发的公司应具备专栏3-5所列举的那些特征。这些公司必然始终考虑与股票发行相关的资本成本。对大部分公司来说，相对于债券发行成本，股票发行的成本较高。因此，除非发行收入可以带来可观的增长机会，否则将在一段时间后带来每股收益的提高（增值）而不是每股收益的稀释，许多公司都不愿实施增发。然而，即使在稀释的情况下，如果它们认为融资是必需的，一些公司仍然愿意继续增发，因为债务发行会显著削弱其资产负债表。公司资本结构中包含太多债务可能导致信用评级机构降低公司评级，这很有可能将提高债务融资的成本。因此，公司和其投资银行关注的重点在于公司资本结构中债务和权益之间的平衡。投资银行经常就债务以及权益融资方案将造成的可能信用评级向公司提出建议，并建立模型以指导做出最优的融资决策。

3. 可转换证券

尽管大部分可转换证券最初以债券或优先股的方式发行，但可转换证券是一种权益发行方式。大部分可转换债券或可转换优先股可以根据投资者的选择在任意时刻（在发行3个月之后）转换为发行人预定数量的普通股，这称为选择性可转换证券。另一种可转换证券为强制可转换证券，投资者必须在到期日接受可变数量（基于浮动转股价格）的普通股（强制性接受而非选择性接受）。

发行人对可转换证券包含的权益性质的偏好决定了可转换证券是以选择性转换证券还是以强制可转换证券的方式发行。从信用评级机构的角度来看，选择性可转换证券由于并未保证债券将转换为普通股，并且存在固定息票的支付义务，故而被认为具有债务特征。因此，选择性可转换证券一经发行会与同规模、同到期日的普通债券一样同程度削弱公司的财务报表（尽管可转换证券如果最终转换为普通股，公司的财务报表将随之增强）。相比之下，从信用评级机构的角度来看，强制可转换证券被认为具有权益特征。这是因为对于转换为普通股存在确定性（因此不存在未转换情况下到期日时的现金支付义务）。同时，大部分强制可转换证券以优先股的形式发行，发行人对优先股股息的支付不承担契约性义务（可转换证券需要承担支付利息的契约性义务）。因此，强制可转换证券和同规模普通股发行以几乎相同的方式强化了公司的资产负债表。根据强制可转换证券的结构，评级机构一般对其赋予50%～100%的权益性质。

> **专栏3-5**
>
> **可能的权益发行人特征**
>
> - 股票表现强劲或者有支持性的权益研究
> - 大规模内部人持股或小规模流通/流动性交易
> - 过度杠杆的资本结构
> - 战略事件：并购融资或大额资本性支出
> - 分类加总分析所显示的隐藏价值
>   - 分拆
>   - 分立
>   - 追踪股票
> - 投资者关注
>   - 路演引导投资者关注被误解的价值
>   - 提供额外的权益研究

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（1）发行可转换证券的原理

如果公司想要发行债务，可能会考虑可转换证券而不是普通债券，以降低与债券发行相关的息票利率。例如，如果公司可以发行7年期、票面利率为6%的1亿美元债券，则该公司也能够发行同样数量和到期日的可转换证券，只是票面利率为3%。3%的息票利率低于普通债券息票利率，可转换证券的投资者能够接受这一利率的理由是：可转换证券赋予他们获取预定数量的发行人普通股以代替获取一定现金的选择权。这种选择权对投资者来说有价值，因为股票的未来价值可能明显高于可转换证券1亿美元的偿还金额。从根本上说，可转换证券嵌入了以发行人普通股为标的的看涨期权，投资者通过接受较低的息票利率来为这一期权付费。

在可转换证券持有期间，如果可转换证券的投资者有权获得的普通股价值不超过1亿美元，他们一般不会将债券转换为股票，因此将在7年之后的到期日获得1亿美元现金。如果股票的价值在到期日或之前的任意时刻超过1亿美元，投资者可能转换债券并取得股票（使得投资者购买某一公司发行的可转换证券与普通债券收益相等的未来股票价格见图3-4）。在图3-4中，投资者可以确定一个盈亏平衡价格，以便做出从同一家公司购买可转换证券还是债券的经济决策。

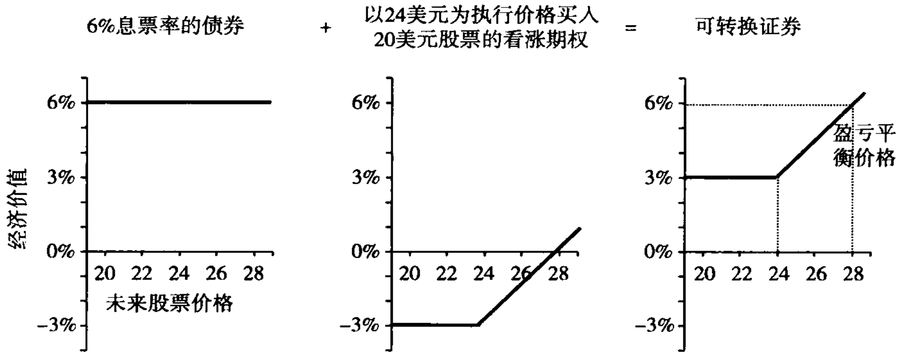


图3-4 可转换证券的组成部分

（2）可转换证券示例

某公司发行了1亿美元、7年期、年息为3%的可转换证券。投资者有权获取1亿美元还款金额或者选择放弃接受这笔现金，转而获取一定数量的发行人普通股股票。在可转换证券发行日，公司的股票价格以25美元交易，同时公司允诺可转换证券的转换价格为31.25美元，这一价格比25美元高出25%。这一百分比称为转换溢价，因为转换价格相对于公司在可转换证券发行日的股票价格设定在一个溢价（在该案例中，为25%的溢价）的水平上。转换价格决定了投资者有权转换的股票数量。这一数量是通过用发行总收入除以转换价格来确定的。在这一示例中，可转换股份：1亿美元/31.25美元=0.032亿股，即320万股。因此，可转换证券的投资者可以做出选择：在到期日取得1亿美元现金或者放弃现金权利以换取在到期日或到期日之前的任意时点得到320万股股票。例如，如果发行人的股票价格在7年后的到期日上涨至45美元，可转换证券投资者可能选择放弃取得1亿美元现金的权利转而选择获取320万股股票，因为这些股票的价值为320万股×45美元=14 400万美元，即1.44亿美元。在实践中，考虑到可转换证券中嵌入的期权价值，大部分投资者会等到到期日才做出转换决策，但是他们有权提前转换。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

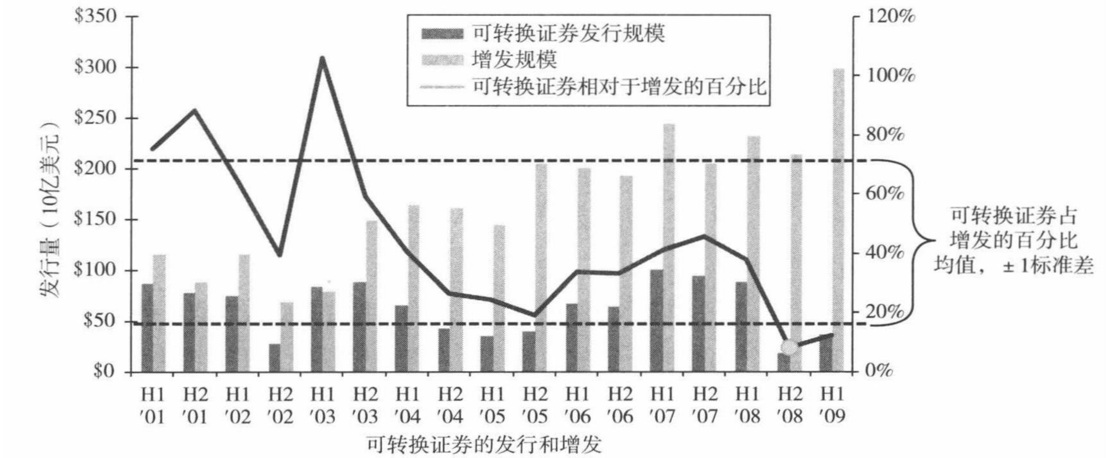
(3) 可转换证券市场

除了2008年下半年的例外情况，全球可转换证券市场一直表现强劲，融资收入大致相当于通过普通股增发融资收入的20%~70%（见专栏3-6）。2008年9月，美国证券交易委员会发布了一项禁止卖空美国上市金融股的禁令，原因是可转换证券的主要投资者包括可转换套利对冲基金，这类基金做空标的股票以对冲它们在可转换证券上的多头头寸，而卖空禁令极大地降低了实施这种策略的可能性。由于这一措施以及雷曼兄弟破产之后信贷市场所经历的严重混乱，在2008年下半年以及2009年的前期，可转换证券市场中的大部分交易都关闭了。

专栏3-6 可转换证券发行和普通股增发

	2008年发行数	2008年发行收入（亿美元）	2009年上半年发行数	2009年上半年发行收入（亿美元）
可转换证券发行	288	1 050	166	370
普通股增发	2 041	4 470	1 563	3 000

部分由于美国证券交易委员会在9月和10月所颁布的暂时性的卖空禁令，2008年下半年可转换证券发行量显著下降至历史平均水平以下。对冲基金一直是可转换证券（用于它们的可转换套利基金）的主要投资群体，也无法再对冲其在可转换证券上的多头头寸。由于需求量小，在2008年下半年可转换证券的发行严重缩水（见下图）。



可转换证券的发行和增发

资料来源：Dealogic.

可转换证券的两大主要投资者为“彻底购买者”和“套利购买者”。彻底购买者购入可转换证券并期望公司的股票价格超过转换价格（转换价格超出图3-4所示盈亏平衡价格一定幅度）。套利购买者重点关注对冲掉股票价格，并通过“得尔塔对冲”其头寸获得超过息票利息的收益。第9章将进一步详细阐述这个问题。套利购买者主要是对冲基金，这些基金利用所购入的可转换证券为其借入可转换证券购买价格中的很大一部分进行担保，以这种方式进行杠杆性投资。从历史来看，70%以上的可转换证券是由对冲基金购买的。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

3.4 支付给投资银行的费用

承销资本市场交易的投资银行以承销差价（发行总收入与公司在支付法律、会计、印刷以及其他发行费用之前收到的现金之间的差价）的方式收取费用。费用分为三个部分：

（1）管理费用（一般占总费用的20%）：这是就融资管理人在准备发行阶段所发挥的作用支付的报酬，主账簿管理人在该项费用中得到较大的比例。

（2）承销费（一般占总费用的20%）：这项费用用于弥补承销风险。该项费用在承销人之间按照每家投资银行的实际承销数量按比例分配。

（3）销售特许佣金（一般占总费用的60%）：一般基于每家投资银行的承销承诺分配，这是就承销人的销售努力支付的费用。有时（尽管现在不常见），存在一种“争球”的销售结构。在这种销售结构中，由投资者决定销售特许佣金的分配。

对于全球范围内股票承销费用的汇总见表3-5。

表3-5　2008年以及2009年上半年权益承销差价（费用）

（单位：亿美元）

	2008年全球发行总量	2008年全球总费用	2009年上半年全球发行总量	2009年上半年全球总费用
首次公开发行	828	24.616	135	4.957
增发	4 472	96.467	2 996	79.788
可转换证券	1 054	21.215	371	7.803

资料来源：Dealogic.

可转换证券融资的费用取决于可转换证券的类型（例如，可转换债券、可转换优先股或强制可转换证券）、到期日以及结构因素。在美国，可转换证券融资费用的范围一般从可转换债券融资收入的1.5%至强制可转换证券收入的3%。强制可转换证券的费用远远高于可转换债券，因为从投资者股票价格波动的角度来看强制可转换证券与普通股类似，并且一般是比可转换债券更为复杂的证券。相比之下，债券的费用占比范围从高评级债券的0.5%～0.875%到高收益债券（垃圾债券）的1.5%～2%，而权益费用占比范围从股票增发的2%～6%到首次公开发行的3%～7%。对于权益发行来说，费用占比通常是发行规模的反函数。在美国以外的其他地方，可转换证券、首次公开发行、增发以及债券的发行费用要低一些。

3.5 分销选择

公司及其投资银行必须对如何进行分销做出决策。以前的情况是，由于市场已经熟悉了增发的公司，投资银行只为增发举行3～5天的路演（而首次公开发行路演的时间为7～10天）。然而，为了限制发行人的价格风险，路演时间目前被缩短了。在为增发而举行的路演期间，公司股价容易发生变化，因此，如果股价下跌，公司将得到比不举行路演而立刻实施股票发行更少的收入。在某些情况下，发行人通过1～2天较短的路演来进行加速发行，或者通过大宗交易来缓解股价风险，大宗交易中投资银行不经过路演购入证券，并承担全部价格风险（见表3-6）。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

由于2007～2008年的信贷危机引起的市场波动幅度增大，发行的营销时间表受到显著压缩以帮助发行人最小化定价风险。如今，全面上市交易可以在1～2天内完成，而一些增发通过电话就可以完成交易。最近又出现了一种称为“密室”交易的创新方式，交易中投资银行以保密性为基础就不具名的发行人与选定的机构投资者进行接触。有兴趣的各方被带到密室，并向他们提供与发行人相关的机密信息（在这之后，无论他们是否决定购买发行人股票，直到发行完成都不能再交易公司股票）。

表3-6 历史分售选择

完全市场分销	• 发行人承担价格风险 • 3～5天时间的管理层路演 • 提交“红鲱鱼”招股书 • 进入最广泛的投资者需求市场
加速分销	• 发行人承担较小的股价风险 • 1～2天时间的管理层路演 • 提交“红鲱鱼”招股书 • 进入较窄的投资者需求市场
大宗交易	• 投资银行承担股价风险 • 营销范围局限在晚上向潜在投资者进行电话销售，并在第二天早晨开市前由银行做出购买承诺 • 无须“红鲱鱼”招股书 • 消除了发行人的市场风险 • 需要在市场价格基础上打折以弥补银行承担的风险

（1）近期几乎所有的分销都是在加速分销的基础上完成的。
（2）无论采用哪种分销，投资银行都承担结算风险：如果投资者做出了购买股票的口头承诺之后，第二天一早又改变了想法，投资银行必须以发行价格购入证券。

3.6 暂搁注册申请

许多经常在美国公开资本市场进行融资的大型公司，如发行权益、债务以及可转换证券，会在完成首次公开发行之后的一定时间点（至少1年）向美国证券交易委员会提交暂搁注册申请（S-3表格）。暂搁注册申请允许公司提交一份注册申请书，该申请书可以覆盖各种不同类型证券的多种发行（根据美国证券交易委员会的415条款）。与首次公开发行注册一样，暂搁注册也需向美国证券交易委员会提供会计、信息披露以及描述性信息，一旦被美国证券交易委员会宣布有效，只要公司用季度财务报告以及其他相关更新要求对注册申请进行更新，那么公司在3年内就可以发行各种类型的证券。这样公司就能够相机使用注册申请，而无须分别为每次融资进行申请并等待美国证券交易委员会核准。采用暂搁注册申请的方式进行的融资被称为“下架”。

2005年，美国证券交易委员会为“知名成熟发行人”创建了新的条款，允许满足若干要求（其中有一条是最低市值达到7亿美元）的公司实施暂搁注册申请，并无须美国证券交易委员会复核即可立即生效且可用于证券发行。由于这一原因，为了“以防万一”而进行暂搁注册的行为不再为知名成熟发行人广泛使用。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

3.7 “绿鞋”超额配售权

绿鞋期权是一种超额配售权，赋予投资银行卖空相当于银行为公司客户所承销发行数量15%证券的权利。之所以使用“超额配售”这一术语，是因为投资银行只从发行人手中得到基本交易数量100%的股票，但向投资者发售了基本交易数量115%的股票，因此产生了完全的空头头寸。在首次公开发行之后，投资银行需要购入等于15%超额配售部分的股票。这样做的目的是：银行或以发行价从发行人手中购入股票（如果股票价格在未来的几天或数周内上涨），或以现行市价从市场上购入股票以创造股票需求并对股票进行支持（如果股票价格在之后的期间下跌）。美国证券交易委员会之所以准许这种行为，是因为这种行为使投资银行可以稳定初始募集之后的股票发行价格。这种做法的目的是，在发行人发行之后股价下跌的情况下，通过允许承销银行在公开市场上购买股票以冲销自己空头头寸的做法来缓解二级市场上（发行人首次出售之后，在投资者之间进行的交易）股价的下降趋势。如果股票发行之后发行人股价下跌，这一举措能够促进二级市场上对股票的需求，因此有利于持股人、公司以及投资银行并消除新股不稳定、不受欢迎的看法（这种观点可能引起股价进一步下跌）。由于对发行人有利，大部分公司在证券发行中采用绿鞋期权。专栏3-7对绿鞋期权如何运作进行了详细描述。

绿鞋这一名词源于1919年成立的一家名为绿鞋制造公司的企业（现在称为莱德公司），该公司在1971年的股票发行中首次使用这种期权方法。

专栏3-7　绿鞋期权（超额配售权）

为了缓解经美国证券交易委员会注册的证券发行中股价下跌的风险，并满足潜在投资者购买更多证券的需求，投资银行以及发行人可以在发行之前引入超额配售权。超额配售权允许投资银行在发行时超额配售相当于公司在公开发行中所出售股票15%的股票。以下的示例显示了这一举措为公司以及投资银行带来的结果。假设公司同意：①通过投资银行以每股100美元的价格销售100股普通股；②给予比例为15%的超额配售权；③将发行收入的2%作为费用（承销差价）支付给投资银行。

结果

投资银行代表公司售出100股股票×100美元/股=10 000美元收入。

投资银行同时卖空15股股票×100美元/股=1 500美元收入。

发行之后，若公司股价上升，投资银行以每股100美元的价格从公司购入15股并将这些股票交付给初始买空的买方。在这种情况下，公司获得11 500美元总收入，发行115股股票。投资者需求满足了115股，而不是100股，相对于仅发行100股能够获得的收入来说，公司获得了更多的收入。投资银行的空头头寸得到了对冲（没有带来收益或损失），同时获得了11 500美元的2%的酬金，即230美元。

发行之后，若公司股价下跌，比如，投资银行从市场以每股99美元的价格购入15股股票（支付99美元/股×15股=1 485美元），并把这些股票交付给初始卖空的买方。在这种情况下，

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

公司获得的总收入只有 10 000 美元，仅发行股票 100 股。投资银行的空头头寸为银行创造了收益：1 500 − 1 485 = 15（美元）。银行从市场购入 15 股股票缓解了公司股票价格的下行压力（如果没有这种购买行为，股票可能下跌到 95 美元甚至更低，这一情况是公司和投资者都不愿看到的）。投资银行获得占 10 000 美元的 2% 的酬金，即 200 美元。因此，投资银行更乐于看到股价上升，因为他们可以赚取更多报酬（230 美元的报酬比 200 美元报酬加上 15 美元的空头收益更好）。

公司、投资银行以及投资者都希望股票发行之后股价上涨。然而，这意味着公司必须就 100 ~ 115 股的股票发行范围取得董事会的批准（鉴于发行更多股票对每股收益带来的负面影响）。股票发行之后，如果公司股价下跌，对每股收益风险的补偿是投资银行从市场购入股票的稳定收益。

注：在这个例子中，如果公司的股价只是稍稍下跌，投资银行购买的股票可能少于 15 股。

习题

1. 什么类型的证券发行不需要向美国证券交易委员会注册？
2. 根据取得报酬的多少，按照由高到低的顺序列出承销辛迪加中的三类银行参与者，以及他们各自承担的职责。
3. 什么是“排行榜”？为什么“排行榜”在投资银行业务中十分重要？
4. 描述权益资本市场部门的职能，包括与它直接合作的两个主要部门，以及间接合作的两类客户。
5. 阐述谷歌在首次公开发行中所使用的特殊发行方式，包括这种发行方式的预期优势以及潜在不足。
6. 什么是暂搁注册申请？申请中可以包括哪些证券？
7. 如果一家刚刚起步的高科技公司希望募集资本，为什么会倾向于选择发行股票而不是债券？
8. 一个评级为 BBB −/Baa3 的公司希望收购规模较小的（但依然具有相当规模的）竞争对手。请讨论在该公司选择融资方式（债务、权益或可转换证券）时，应当考虑哪些因素。
9. 假定一家公司发行了 1.8 亿美元可转换证券，此时它的股票价格为 30 美元。如果这些可转换证券可以转换成 500 万股股票，那么这些可转换证券的转换溢价是多少？
10. 若 2 亿美元可转换证券的转换溢价为 20%，可转换证券发行人会发行多少股票？当发行人股价为 25 美元时，发行人会发行哪一种证券（列出计算过程）？
11. 为何美国证券交易委员会将宣布“谷歌首次公开发行注册有效”推迟？
12. 指出投资银行认为私人公司应该上市的原因。
13. 列出发行股票的优质目标公司的六大特征。
14. 简述承销与包销的不同点。
15. 投资银行通常使用哪些方法来帮助股票发行人在市场波动中降低价格风险？
16. 解释什么是“绿鞋期权”。
17. 若公司同意达成“绿鞋期权”协议，那么在股价下跌或上涨时，承销商分别向谁购买股票？
18. 一家投资银行以每股 40 美元的价格承销 500 万股股票，同时拥有 15% 的绿鞋期权，假定承销差价为 2%，当发行人股价在发行后跌至 38 美元时，计算投资银行的承销收入。
19. 在普通股发行中，稳定绿鞋期权的交易均衡是什么？

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

第4章 并　　购

本章内容可以与以下案例互作参考："吉列最好的交易：宝洁收购吉列"。

对于注重增加股东价值或减少股东风险的公司而言，公司所有权变更的交易或诸如兼并、收购、资产剥离和合资（统称为并购）是重要的战略考虑。投资银行在并购交易的发起、估值和实施阶段发挥着关键作用。在大型投资银行的投资银行部所创造的利润中，并购顾问业务占很大比例，而某些精品投资银行的绝大部分收入来自并购顾问业务。

并购是全球性的业务，在美国完成的交易占全球交易总数不到一半（见表4-1）。实际上，几乎全球所有的大公司和主要行业都受到并购交易影响。

表4-1　2008年及2009年上半年并购交易排行榜

2008年全球并购交易排名

名次	并购顾问	涉及金额（10亿美元）	处理交易宗数
1	摩根大通	916.2	372
2	高盛	801.5	326
3	美银美林	746.8	378
4	瑞银	610.5	333
5	摩根士丹利	600.7	304
6	花旗	593.0	314
7	瑞信	559.5	314
8	德意志银行	544.3	296
9	拉扎德	324.3	218
10	罗斯柴尔德	277.3	268

2008年欧洲[1]并购交易排名

名次	并购顾问	涉及金额（10亿美元）	处理交易宗数
1	摩根大通	493.5	182
2	美银美林	491.7	170
3	瑞银	432.7	172
4	摩根士丹利	387.7	145
5	高盛	379.8	138
6	德意志银行	311.8	195
7	花旗	271.1	109
8	拉扎德	243.4	138
9	瑞信	241.2	153
10	罗斯柴尔德	230.7	206

2008年美国[①]并购交易排名

名次	并购顾问	涉及金额（10亿美元）	处理交易宗数
1	高盛	525.7	201
2	摩根大通	487.6	192
3	花旗	360.2	118
4	美银美林	307.8	204
5	德意志银行	305.9	96
6	瑞信	294.1	153
7	巴克莱	249.8	95

2008年亚太地区[①]并购交易排名

名次	并购顾问	涉及金额（10亿美元）	处理交易宗数
1	摩根士丹利	82.8	84
2	瑞银	82.6	84
3	摩根大通	80.9	71
4	美银美林	79.5	72
5	野村证券	73.8	133
6	花旗	72.6	135
7	瑞信	63.5	61

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

2008 年美国[①]并购交易排名			
名次	并购顾问	涉及金额（10 亿美元）	处理交易宗数
8	摩根士丹利	232.4	144
9	瑞银	220.1	127
10	森特尔维尤合伙	177.3	11

2008 年亚太地区[①]并购交易排名			
名次	并购顾问	涉及金额（10 亿美元）	处理交易宗数
8	高盛	62.2	78
9	中国国际金融有限公司	42.4	13
10	麦格理	39.2	93

2009 年上半年全球并购交易排名			
名次	并购顾问	涉及金额（10 亿美元）	处理交易宗数
1	花旗	300.2	101
2	高盛	298.0	107
3	摩根士丹利	265.6	111
4	美银美林	232.6	88
5	摩根大通	216.9	118
6	瑞银	216.1	117
7	德意志银行	154.8	82
8	法国巴黎银行	153.2	43
9	拉扎德	145.4	100
10	瑞信	116.8	82

2009 年上半年欧洲[①]并购交易排名			
名次	并购顾问	涉及金额（10 亿美元）	处理交易宗数
1	摩根大通	185.0	73
2	高盛	179.1	54
3	花旗	174.5	39
4	瑞银	166.2	70
5	美银美林	142.1	44
6	拉扎德	129.6	67
7	摩根士丹利	118.0	45
8	法国巴黎银行	116.4	39
9	德意志银行	111.2	41
10	德国商业银行集团	97.4	16

2009 年上半年美国[①]并购交易排名			
名次	并购顾问	涉及金额（10 亿美元）	处理交易宗数
1	高盛	169.8	48
2	摩根士丹利	129.1	47
3	花旗	117.2	36
4	美银美林	102.1	47
5	格林希尔	65.5	8
6	瑞银	45.4	45
7	德意志银行	43.5	23
8	巴克莱	39.6	21
9	摩根大通	38.9	42
10	法国巴黎银行	37.3	8

2009 年上半年亚太地区[①]并购交易排名			
名次	并购顾问	涉及金额（10 亿美元）	处理交易宗数
1	摩根士丹利	15.7	29
2	瑞银	13.4	28
3	野村证券	12.8	59
4	高盛	12.0	25
5	瑞信	11.0	17
6	瑞穗银行	9.6	47
7	摩根大通	9.4	22
8	花旗	9.1	38
9	大和证券集团	7.2	36
10	罗斯柴尔德	6.8	13

① 包括任何地区参与（即收购方、被收购方和剥离方）。
资料来源：Dealogic.

4.1 并购的核心

并购的核心是为了实现一个或多个战略目标而进行的企业资产的买卖。公司在收购之前，通常会将收购的成本、风险和收益同新建机会进行比较（通常称为“绿地分析”）。对于公司来说，这种选择购买还是创建新公司的分析是并购的一个重要出发点，因为公司开始考虑收购的相关事

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

宜了。是应该创建一个配备产品和服务基地以及关系网的，且具有品牌、地域覆盖广泛、分销网络发达的公司，还是去收购一个这样的公司？哪一种做法会好一些？显然，在制定决策的时候，时间、成本和风险评估是重要的考虑因素。

但分析不是一成不变的。在新的情况下，战略决策必须进行重新评估。竞争对手的成功或失败、资本成本以及公开资产定价的变化等因素都会在决策制定过程中发挥作用，而且会改变决策结果。

决定是否出售，要分析持续经营是否比卖掉资产（套现）或其他考虑（如收购股票）要好。通常，为了股东的利益，董事会愿意将公司以一个足以弥补投资溢价的价格卖掉，进行套现。

做出上述决定最重要的方面在于充分理解待售或待收购资产的含义。以基本的运作方案作为起点。投资银行必须审视之前的管理层预测，以了解管理层的预测能力，进而帮助其如实地对资产进行评估。

4.2 创造价值

每年有数以千计的与并购相关的融资交易完成，深刻地影响着全球资本市场。投资银行、律师、会计师、管理顾问、公共关系公司、经济咨询专家和商业杂志都是这一行业的参与者。但是，并购除了能为实施交易的投资银行和其他专业人士带来大量收入外，能否使投资者受惠呢？进一步讲，即使交易能够使投资者受惠，还要考虑交易对消费者、员工和社区带来的潜在损害，比如说产生垄断企业，产生失业或者税基受损。

讨论并购交易是否对股东有利后，重要的是还要考虑与同时期同行业的其他公司的股票相比，并购后的公司价值的变化。例如，2000 年 1 月，美国在线以总额高达 1 820 亿美元的股票和债务收购时代华纳。合并后的新公司称为“美国在线时代华纳”，在音乐、出版、新闻、娱乐、有线电视和互联网产业占据统治地位，在媒体和网络公司中拥有无可比拟的资产优势。这宗交易在当时也是最大的并购交易，甚至被研究员称为“伟大的交易”、“前所未有的成功”、“无敌联盟”。美国在线和时代华纳的股东分别在新公司中占有 55% 和 45% 的股份。然而，随着两年后网络泡沫的破灭，新公司的股价跌逾 55%，之前夸赞的研究员此时称其为“前所未有的失败”。

虽然美国在线时代华纳的股票跌幅巨大，让股东大失所望，但是不能就此否定并购的意义。并购到底是提升还是降低公司价值要放在大的背景下看，与同时期同行业的公司进行比较才有意义。看看美国在线时代华纳的同时期主要行业竞争对手的股价表现，就会发现对此次并购的抨击并不合理。例如，在这两年时间里，美国在线时代华纳的主要竞争对手之一——新闻集团股价跌幅超过 50%。此外，很多纯技术公司在这段时间的跌幅甚至更大。

4.3 战略依据

公司在进行并购交易时必须有战略依据。包括：通过共享核心服务，如法律、会计、财务、执行管理等，以及减少房产支出、公司交通支出和冗余资产等措施来实现规模经济，从而达到减少开支的目的。在为并购交易制定战略依据和列出并购目标或潜在购买者名单时，投资银行要多

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

与公司高管接触。最终，并购交易的目的是为了使股东价值立即或很快得到提升。为了使并购获得成功，投资银行和客户要一起确定并购对每股收益（增厚或摊薄）、交易后资本成本、净资产收益率、资本收益率，以及交易倍数的扩张或收缩的影响。

4.4 协同效应和控制权溢价

在分析并购交易是否具备战略合理性时，交易所产生的协同效应是重要的考量因素。这种情况下的协同效应是指预计的成本降低或收入增加。成本协同效应是最重要的，通过消除冗余的活动、提高经营水平和规模效应会提高企业经营效率，从而带来成本协同效应。收入协同效应是指合并后的企业的收入比合并前各个公司收入之和更大。公司应该设计一个全面的、现实的过程来预测企业合并后的协同效应，并确定哪些工作能带来协同效应。

成本协同效应产生于以下领域：管理（利用集中后勤办公来实现规模效应）；制造（消除产能过剩）；采购（通过集中采购产生购买议价能力）；营销及分销（交叉销售、共同使用销售渠道及仓储设施）；研发（消除研发人员及项目重叠）。投资银行负责确保所预测的协同效应是真实可靠的，而且交易后的价值计算中应包括成本节约的金额。由于收入协同效应较难辨认，所以在多数情况下，收入协同效应来自管理层的预测。根据麦肯锡研究，88%的并购交易至少会产生70%的成本节约，而只有一半的并购交易能产生70%以上的收入协同效应。

控制权溢价是指收购方为了获得目标公司的决策和现金流的控制权而愿意支付的价格。在大多数收购中，考虑到预期的协同效益及控制权溢价，收购方愿意为一家上市公司支付超过其当前市场价值的购买价格。

4.5 信用评级和收购货币

公司必须考虑并购交易对信用评级的影响：交易可能带来评级上升、下降或保持不变。评级下降会导致风险调整后资本成本上升，这将影响交易带来的好处以及公司以后的经营模式。因此，公司和投资银行有时会在交易发生前，同评级机构进行私下讨论，以确定并购对评级的影响。反过来，这种讨论会对并购交易产生影响，即考虑使用股票还是现金作为收购货币。用股票收购对收购方的资产负债表有积极作用，与用现金收购相比，对评级带来的负面影响更小。

考虑使用哪种收购货币时，收购方应该着重关注交易对每股收益、资产负债表、现金流、金融杠杆和税收负担等方面的影响。相比于用现金收购，虽然用股票作为收购货币能减少对评级的负面影响，但股票收购会对每股收益带来负面影响。而且，如果在并购中发行股票超过上市公司流通股总数的20%，股票增发则需要得到现有股东的同意。一般地，市盈率高的公司比市盈率低的公司更喜欢用股票来进行收购。不过，在决定使用现金或股票作为收购货币时，应该考虑发行权益和发行债务哪个成本更低。如果目标公司出于税负原因更倾向于接受收购方的股票（因为资本利得税可以在股票出售时进行延付），则收购方需要考虑将股票作为收购货币。此外，目标公司的股东可能更倾向于接受股票，以便于分享并购带来的股价上涨。我们通过案例“吉列最好的交易：宝洁收购吉列”来分析收购货币的选择问题。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

在用股票作为收购货币时，收购方和出售方必须考虑由于支付方法不同带来的股票价格风险。因为从公布收购到收购结束会有一段时间，通常为3~9个月，在这段时间内，股价可能会大幅变动。因此，如果收购中使用股票作为支付，必须进行结构化设计，采用固定股票兑换比例加浮动经济价值，或浮动股票兑换比例加固定经济价值的形式。兑换比例是指收购方公司股票数量兑换成目标公司股票的比例，计算方法如下：兑换比例=目标公司的竞购价格/收购方公司在公布收购前一个交易日的收盘价。如果兑换比例为2，在收购结束的时候（可能是交易宣布后的3~6个月），对于每一份目标公司的流通股股份，收购公司须向目标公司股东支付两倍的收购公司股份。这是固定兑换比率交易，为经济价值变动提供了可能性，而变动的经济价值取决于收购方股价的变化。在浮动兑换比例交易中，兑换比例可以在交易结束前随着收购方公司股价上下波动。这种安排方式使得无论收购方公司股价上涨还是下跌，最后的经济结果（从等价现金角度衡量）是一样的。

一般来说，对固定兑换比例的调整是为兑换比例设定一个区间，如果收购方公司股价低于设定最低价格，则提高兑换比例；如果收购方公司股价高于设定最高价格，则降低兑换比例。这种区间安排等同于在宣布交易后到交易结束这段时间内，为兑换比率设置了一个上下浮动的区间。

4.6 监管考虑

公司及其法律顾问、投资银行顾问必须从本地、区域、国家和国际几个维度对监管批准进行分析，这对完成并购交易非常必要。并购交易的批准取决于交易的规模、主要业务的位置、行业以及行业监管主体（如果存在监管主体）。在美国，大多数并购交易需要通过《哈特-斯科特-罗迪诺法案》，以及联邦贸易委员会和司法部的批准。公司提交并购交易申请后有一个30天的等待期，在此期间，联邦贸易委员会和司法部可能会要求公司提供更多的信息。如果有国际参与者，公司可能还需要向欧盟委员会或其他相关国家的反垄断监管机构提交申请。其他美国监管的考虑因素还包括：申请合并代理或美国证券交易委员会出示的融资注册申请，是否应该向养老金福利担保公司提供申请报告（如果交易影响公司养老金计划），税务机关备案（如美国国家税务署）。

4.7 社会和委托人考虑

任何潜在的并购交易中都有众多的社会因素，例如，目标公司的管理层素质如何，是否应该留任？两个不同的团队在一起会不会扰乱业务整合？董事会应该有多少人，由谁出任？是否存在金降落伞（对高管的离职补偿金）？是否会产生大量失业？是否存在必须解决的环境和政治问题？公司的税基是否会受影响？是否存在重大的搬迁问题？这些问题在换股并购中尤其重要。

在潜在的并购交易中必须考虑的主要委托人包括：

（1）股东，关心估值、控制权、风险和税收问题；

（2）员工，关注报酬、退职风险和员工福利；

（3）监管者，关注交易是否符合反垄断法、税法和证券法；

（4）工会领导，关心工作保留及资历问题；

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（5）信用评级机构，关注信贷质量问题；

（6）权益研究员，关注成长性、利润、市场份额和每股收益；

（7）债务持有人，关注债务是会增加还是减少，或者债务价值是否可能变动。

每一个委托人的问题都应该予以考虑，不过由于有些问题是相悖的，所以不一定每个问题（除了监管者关注的问题）都能得到解决。

重中之重，参与并购交易的企业和顾问应该确定政客和媒体的反应，如果不考虑他们的批评，可能会导致交易失败。提前考虑批评并制定策略加以应对这种批评在并购交易中显得越来越重要（参见案例“吉列最好的交易：宝洁收购吉列”）。

4.8 投资银行的角色

投资银行识别潜在的可进行收购、出售、合并或合资的公司或部门。他们营造成功的交易场景，包括情景测试和优劣分析。当客户同意进行交易后，投资银行会提供大量的财务分析、交易结构建议、策略建议及融资（有时由投资银行自行提供，有时通过资本市场进行融资）。投资银行与公司发展团队一起管理交易过程的每个阶段。投资银行及其律师在同法律顾问与公司高管商定交易条款和交易文件的某些部分时，起到重要作用。在交易谈判时，负责人由投资银行或公司高管担任。在大多数情况下，交易结束时，投资银行需要出示公平意见（将在后文中详细讨论）。

公司需要向投资银行支付两种费用：财务顾问费和出示公平意见费。通常只有交易成功后，才支付大部分的顾问费。财务顾问费通常按总交易额的一定百分比收取，如果交易额比较小（如1亿美元以下），则收取2%；如果交易额比较大（如100亿美元以上），则只收取1%。同时，根据交易的类型和复杂程度，收取的费用也可能不同。

4.9 其他并购参与者

除了投资银行，并购交易中还有其他主要参与者。公司高管制定交易战略、选择财务顾问，并做出关键交易决定。公司发展团队将投资银行制作（或自己提议）的方案呈交该公司高管，并负责交易具体执行的各个方面。董事会需遵守商业判断准则对交易提案进行决议，即交易必须符合股东利益最大化。董事会还须履行另一个职责，即尽量保证交易能获得最大市场价值。其他主要参与者包括业务单位主管（参与尽职调查、整合计划和协同效应讨论）、公司内部和外部的法律顾问、公司内部和外部的关联投资人、人力资源人员和会计师。这些参与者在并购交易中都发挥着各自的作用。

4.10 公平意见

投资银行通常需要向参与并购交易的公司的董事会提供公平意见（见专栏4-1）。该意见需要被公示，并需要声明该交易从金融的角度来看是公平的。公平意见不是对交易商业理念的评价，也不是法律意见或使董事会批准交易的建议。公平意见包括由投资银行提供的估值分析摘要，来

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表明出具该意见的基础是什么。

专栏 4-1　　公平意见的起源

公平意见是1981年美联集团收购环联一案的产物。被告人 Jerome Van Gorkom 是环联的董事长和首席执行官，他在没有外部金融专家建议的情况下，选择了每股55美元的提案。他只是向公司的首席财务官进行了咨询，而且没有确定公司的实际总价值。特拉华州法庭严厉指责该行为，认为55美元代表公司的每股价值缺乏合理的依据。法庭发现公司董事严重失职，因为他们没有经过大量的调查或顾问专家的意见就很快批准了该笔并购交易。因此，董事会违反了为公司股东负责的原则，对商业判断准则的保护也失效了。从那以后，大多数公司的董事会在决定任何重大的并购交易时都会聘请专业机构出具公平意见。

一般来说，为金额较大的并购交易出具公平意见书的收费约为100万美元，不过收费金额会由于交易规模和交易复杂程度而变化。这笔费用和并购的财务顾问费是分开支付的，财务顾问费只有当并购成功才进行收取。公平意见并不是保证交易公平或完善，它只是根据标准估值方法对交易的估值进行评价，其中应该包括与类似交易的比较，并确定分析的参数有哪些。董事会根据公平意见决定是否批准交易，并据此证明它已经在并购交易中充分履行受托义务。

对于投资银行在提供公平意见的同时担任并购的财务顾问是否适当这个问题上，存在争议。因为财务顾问费的支付是以交易完成为前提的，而只有当董事会认为交易公平时，交易才可能完成，所以投资银行提供的公平意见是否公平是有争议的。有时，为了减少这种顾虑，公司会分别聘请两家投资银行，一家提供公平意见，一家提供并购顾问服务。另外，公司也可以聘请咨询公司和会计师事务所来提供公平意见。然而，引入第三方提供公平意见也不是全无问题，虽然独立，但是他们对交易的了解并不如参与方。所以，将财务顾问和提供公平意见的角色分开也是有问题的，支持方和反对方对此各持己见。

4.11　收购

收购一家上市公司有以下几种方式：①兼并；②直接向目标公司股东要约收购，然后通过兼并以收购剩余股份；③收购目标公司资产，然后向目标公司股东支付相应款项。第三种收购方法不太常用，因为这种方式所承担的税负比较高，所以下面只介绍前两种方法。

4.11.1　兼并

兼并是获得一个公司最常见的方式。通过换股或向目标公司股东支付现金来实现两家公司合法合并。兼并方案需由50%以上（根据公司章程或设立时的规定，这个比例可能会更高）的股东投票同意才可以进入实施阶段。在通常情况下，收购方公司拥有董事会控制权和高管职位。对等兼并是指参与兼并的双方公司地位基本相同发生的兼并。在这种情况下，不容易区分买方和卖方，控制权溢价可以忽略不计，因为从理论上讲，通过协同效应创造的价值是由两家公司的股东

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

平分共享的。例如，戴姆勒－奔驰和克莱斯勒的兼并就是对等兼并，创建了新的公司——戴姆勒－克莱斯勒，并发行了新的股票。尽管从理论上来讲，对等兼并会使两家公司的董事和高管平分秋色，但这种情况很少发生。一般地，总有一方会略微占优。

4.11.2 要约收购

另一种获得一家公司的方法是直接从股东手中购买股票，不需要股东进行投票，最简单的情形是存在一个大股东或一个小团体共同持股占据控股地位。如果不能通过私下协商来获得所需股票，或者董事会不支持，则启动要约收购。要约收购是指收购方向目标公司全体股东发出的、在特定时间内以特定的价格收购股票的行为。

如果接受要约的股东不足100%，需要通过兼并来获得剩余股票。如果要约收购的股票超过总数的90%，兼并的过程就会简单些，收购方可以“挤出”非要约收购股票，要求其不通过股东投票直接卖出手中股票。通常，如果目标公司董事会不同意收购，则启动要约收购。不过，即使董事会同意收购行为，收购方有时也会采取要约收购，而非兼并的方式，因为要约收购不需要股东投票，更加快捷。在美国，要约收购需要遵守《威廉姆斯法案》，该法案规定收购方在美国证券交易委员会注册时要披露要约的所有细节。活跃的对冲基金在并购交易中越来越喜欢运用衍生品，这使得对《威廉姆斯法案》的解释更加复杂（见专栏4-2和第13章）。

专栏4-2　　CSX和TCI

2008年6月，纽约地方法院法官刘易斯·卡普兰发现两家对冲基金故意利用金融衍生品作为工具违反美国证券法中“持股超过公司拥有表决权的股份总数5%的投资者应该在每季度末进行披露”这项条款。这两家对冲基金分别是顽童基金（TCI）和3G资本，两家对冲基金非法密谋获得铁路公司CSX的控制权，却没有对该意图进行披露。

虽然卡普兰法官的决定为CSX捍卫公司控制权提供了法律支持，但是CSX并未大获全胜。法官说，逆转这两家对冲基金的行动已经来不及了，只能保证股东在选任新的董事会时符合法律程序。不过，这两家对冲基金被禁止从事此类交易。

对冲基金都在关注这个案件的结果，很多人担心卡普兰法官会取缔衍生品，因为对冲基金有时会利用衍生品获取目标公司的股权。他们尤其关注卡普兰法官对互换的看法，这种衍生品使得股东可以和华尔街的大机构通过签订私下合约来创造合成股票。这种合成股票可以与公司的真实股票进行交易，但是并不拥有投票权。这种做法使得对冲基金无须实行股票注册便可以获得经济利益，而且可以间接拥有投票权，从而对并购交易产生影响。

关于这个案件，美国证券交易委员会认为，只要互换不被用作变相收购就是合法的。但是，卡普兰法官认为TCI和3G利用互换为接管公司建立头寸，且没有向公众进行披露。

许多公司积极推动美国证券交易委员会将披露范围扩大至包括拥有衍生品或合成股票合约的投资者，而不仅仅是通过买卖证券而获得公司投票权的投资者。

资料来源：Slater, Dan. “Judge Kaplan Reprimands Hedge Funds in Takeover Battie with CSX”. *The Wall Street Journal*. 12 Jun. 2008.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

4.11.3　代理权之争

争夺代理权是一种间接的收购方法，它以获得董事会少数代表或控制董事会为目的。这个策略通常由金融发起人提出，但也可被战略收购者作为对目标公司高管或董事会成员施压的工具。如果策略成功实施，则可能会改变董事会的组成。

4.12　尽职调查和文件准备

为了提高收购的成功可能性，收购方需仔细考察目标公司的各个方面。每一笔并购交易都需要进行尽职调查，以考察公司的业务状况，可以通过获取市场公开信息、聘请第三方机构或者签订保密协议获得非公开信息来进行考察。对于私人公司出售，尽职调查通常包括：参观主要设施，向公司高管了解主要业务，建立机密文件档案库（电子版和非电子版），选择特定的顾客或供应商了解情况，开会咨询相关问题并进行数据分析。在美国收购上市公司所需尽职调查事项会很少，因为上市公司的很多信息都已根据美国证券交易委员会的要求进行了披露。

并购交易中所需的文件包括兼并协议（如果收购方直接购买目标公司股票）或股票购买协议（如果收购方购买目标公司股票且不想通过兼并注册）。兼并涉及两个公司的合法结合，需要得到目标公司大多数股东投票批准，具体投票比例根据公司章程或相关法规规定（如果公司章程或规定对此没有要求，则遵循国家法律法规）。如果收购方公司为实施兼并发行新股数量超过股票总数的 20%，收购方公司股东也需要对该笔交易进行投票表决。通过股票购买协议，与兼并不同，收购方公司可以从多数持股者手中私下购买股票，或者通过要约收购进行。在要约收购时，如果所有股东都同意进行要约收购，则不需要进行股东投票；如果不是所有股东都同意将手中股票卖给收购方，则需要通过兼并来获取剩余股票。如果只购买公司资产，而不是购买整个公司时，则签订的是资产购买协议。

并购文件中非常重要的一个规定是“重大不利变化条款”。重大不利变化是指在交易协议签订后到交易完成前这段时间里发生的、严重影响交易经济实质的变化。如果重大不利变化条款被触发，则交易终止。重大不利变化要经过仔细协商确定，重点关注“重大变化”的界定范围。这一条款反过来会影响交易保护条款下的任何应支付款项，包括交易终止费。交易文件中的另一个主要条款与是否允许目标公司和某收购方及其他潜在买家进行交易相关联。如果允许，则会存在“竞价等待”条款，反之则没有。

4.13　交易终止费

如果目标公司在签订兼并协议或股票购买协议后退出交易，就需要支付交易终止费。这是为了防止其他公司出价购买目标公司，如果竞价成功，他们将会支付此交易终止费。如果收购方在签订协议后退出交易，则由其支付反向交易终止费。通常，交易终止费设置为目标公司权益价值的 2% ~4%，但是在文件起草过程中，交易终止费通常是谈判的主要内容。有时，并购交易中不设置交易终止费，而是对特定情境进行口头授权，此时法庭可以强制终止交易。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

4.14 可供选择的出售方式

投资银行更倾向于选择那些聘请其进行出售整个公司或公司一部分的并购业务，因为卖方交易比买方交易完成的可能性更大。卖方交易的过程不尽相同，这取决于：公司所处行业、出售资产类型、出售时机、收购货币、税收考虑、对公司业务的影响、员工和保密考虑。不过，出售通常采取以下四种方式。

4.14.1 优先出售

投资银行筛选出最有可能的唯一购买者，并只与其进行接触，这种方法在最大程度上保证了保密性（出售公司的信息只向这家公司披露）和速度，但是降低了达到公司出售价格最大化的可能性。

4.14.2 针对性征集

投资银行筛选出 2～5 家可能购买者，并与其进行接触。通过避免对公司出售意图进行公开披露，这种方式减少了目标公司被竞购的可能性（除非信息被不小心泄露）。这个过程在一定程度上保证了速度和保密性，提高了价格最大化的可能性。

4.14.3 可控/有限拍卖

投资银行筛选出 6～20 家可能购买者，并向其披露拍卖信息。这个过程时间稍长，且消息会很快在市场上散播，有时会对目标公司股价造成影响。虽然在与备选公司进行接触时会签订保密协议，但是由于双方都知道购买者不止一家，消息泄露的可能性很大。不过在这种情况下，价格最大化的可能性进一步提高。

4.14.4 公开拍卖

公司公开宣布出售，并邀请所有感兴趣的投资者参与。这会为公司业务带来很大影响，因为变动因素太多、对于保密性的担忧也更多，而且，这个过程非常漫长。不过，公开拍卖的优点在于，这种方法可能会发现"隐藏"购买者，从而为出售价格最大化提供最大的可能性。表 4-2 中总结了这四种出售方式。

表 4-2 四种出售方式

出售方式	描述	买方数量	优点	缺点	适用情况
优先出售	筛选出最可能的唯一购买者	1	重点放在一个购买者身上 保密程度最高 执行速度最快 对公司业务的影响最小	出售价格最大化可能性很小 交易成功与否取决于同唯一购买者的谈判	对最理性购买者非常了解 出售消息会给公司业务带来非常大的损害 有很强的谈判资本

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

出售方式	描述	买方数量	优点	缺点	适用情况
针对性征集	与筛选出的潜在购买者进行深度接触 有专门的执行方案 没有事先确定的框架或正式的程序 不进行公开披露	2～5	执行速度快 保密性较强 对公司业务影响小 具有竞争性	需要占用管理层大量的时间 可能会丧失其他潜在购买者 可能达不到售价最大化	有一组理性购买者 对保密性设定限制并且对业务的影响有限
可控拍卖	与一批潜在的理性购买者进行接触 在出售过程中需要正式的流程 不公开披露	6～20	对市场价格有合理准确的把握 对出售过程的控制权很大 竞价氛围很浓	保密性很差 可能会失去理性购买者 可能会因为流言影响公司业务	在保密性和售价最大化之间寻求平衡
公开拍卖	公开披露出售信息 要向投资者出示预先准备好的材料	不定	很可能获得更高的报价 寻找到“隐藏”购买者	如果出售失败，会影响后续进程 对公司业务的影响非常大	出售过程对公司业务的影响较小 没法识别潜在购买者

4.15 跨国交易

很多并购交易的双方公司在不同国家，这些交易通常非常复杂，因为涉及不同的监管者（主要关注反垄断问题和证券法相关事宜）、复杂的会计准则和信息披露事宜，还需要解决复杂的税务问题。例如，如果一家非美国公司通过换股收购一家美国公司，需要运用美国存托凭证（ADRs），因为大多数美国投资者希望收购货币在美国具有充分的流动性，而且有些机构投资者不允许持有外国公司的股票（详见第8章关于美国存托凭证的解释）。如果收购方没有美国存托凭证，则需要发行。当美国公司换股收购非美国公司时，新股东可能出于外汇风险的考虑急于卖出手中股份，或不想持有美国公司股票。在这种情况下，会有大量的该美国公司股票被出售，从而对股价造成影响（见图4-1）。这种情况被称为“回流”。

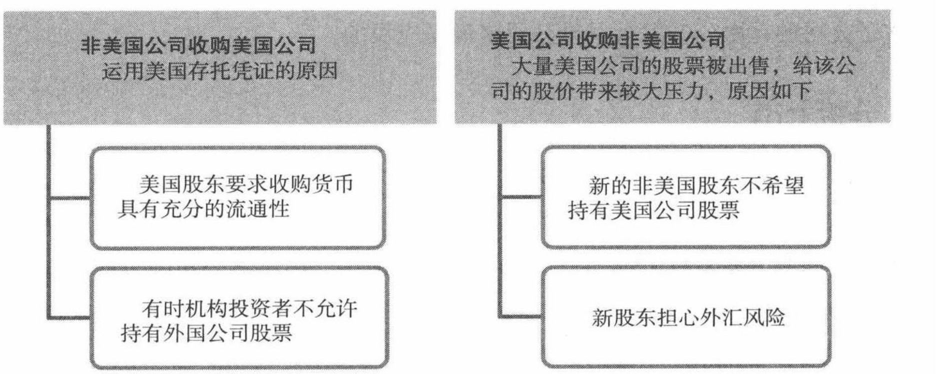


图4-1 跨国并购交易（换股）

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

4.16 免税重组

如果操作适当，并购交易可以被认为是免税重组。在美国，根据税法规定，以重组为目的的股票交易可以免税，换股并购便是符合这个规定的情况。交易各方可以把交易定性为免税重组，无论从公司层面还是股东层面都是免税的。但是，这并不意味着永不缴税。这种设计只是将应付税款延迟到目标公司股东卖出股票后缴付。目标公司收到收购方公司的股票后，目标公司股票的纳税基础便转移到新股票上面。当出售股票时，应依据原始价格和出售价格之差进行纳税。而且，股票支付应占大部分（至少40%），只有以股票支付为主才可以运用免税条款（现金支付依然纳税）。此外，收购方公司必须继续运营目标公司的大部分业务和资产。

4.17 公司重组

公司重组涉及破产相关的考虑和战略机遇。这部分重点讨论战略机遇，即如何通过将资产从母公司剥离从而创造战略机遇，实现股东价值。公司管理层和董事会必须不断分析新的机遇，从而使股东价值最大化。从战略机遇角度来看，这包括决定是否应该从一个或多个公司业务中剥离并创造出新的上市公司。有时，将公司的非核心业务剥离有助于提高投资者热情，同时，如果剥离的业务处在快速发展的行业，还可以为投资者带来新的价值。另外，剥离业务可以提高经营业绩，降低风险，增强在资本市场上的融资能力。剥离在公开及非公开市场上都可以实现。在非公开市场上，公司可以将子公司出售给私募股权投资者或另一家公司。在公开市场上，公司可以将部分或全部资产在公开市场上进行交易，如首次公开发行、分拆上市、分离、分立和追踪股票交易。

4.17.1 首次公开发行

子公司首次公开发行是指将子公司的所有股份卖给新的公开市场投资者并获得现金。这一过程创建了一个新公司，新公司的股票也独立于母公司的股票。如果母公司收到的现金超过其纳税基础，则该子公司的首次公开发行对母公司来说是应税的。

4.17.2 分拆上市

将子公司的一部分股份通过首次公开发行出售给公开市场上的股东来换取现金称为分拆上市，这种交易模式使得母公司依然保留子公司的部分所有权。在实践中，发行规模过大会导致股价下跌，所以分拆上市通常只出售子公司20%以内的股份。出售子公司的小部分权益使得母公司依然保持对子公司的控制权，同时，重要的是，出售20%以下的股份对母公司来说是免税的（参见案例：“麦当劳、温迪和对冲基金：汉堡对冲？对冲基金股东积极主义行动及对公司治理的影响”）。分拆上市行为的潜在矛盾在于母公司和剥离公司之间利益的协调。例如，如果剥离公司与母公司处于产业链上下游（例如母公司是供应商），那么当原来的子公司在与母公司的竞争对手进行业务合作时便会产生潜在矛盾。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

4.17.3 分离

分离是指母公司放弃子公司的控制权，将子公司的全部股份按比例分配给母公司股东。这种完全剥离的模式避免了母公司与新公司之间的矛盾（这点与分拆上市不一样）。母公司在此过程中并不获得现金，因为分离实质上是将母公司股东的资产重新分配给原股东。分离通常包括两个步骤。首先，通过分拆上市出售一部分股份，以降低股价下跌的压力，这也使得子公司可以在将剩余的股份分配给母公司股东之前，进行权益研究和做市活动。为了保持税收优惠，分拆上市中出售的股份通常在子公司股份的 20% 以内。分离为新公司提供了收购货币，使得新公司管理层能够获得激励补偿，同时，如果可比公司的市盈率比母公司市盈率高，新公司的业务价值会得到提升。分离的缺点是可能会产生更高的借贷成本，破产的可能性也会增加。

4.17.4 分立

在分立中，母公司将子公司的股份与愿意用母公司股份交换的股东进行换股，即用母公司股份换取子公司股份。换股后，原来母公司的股东要么持有子公司股份（不持有母公司股份），要么持有母公司股份（不持有子公司股份）。当母公司股东只想要子公司股份而不要母公司股份时，分立优于分离。如果在分立后分拆上市的子公司股份少于总数的 20%，那么是免税的。因为分立需要母公司的股东做出选择，要么保留母公司股份，要么将其兑换成子公司股份，这样才可以使子公司获得完全的独立，所以需向换股的股东提供换股溢价（在估值基础上提供更多的子公司股票）。现实中，分立比分离要少见。

4.17.5 追踪股票

在追踪股票交易中，母公司将剥离部分对应的股票，通过分离方式卖给母公司现有股东，或通过分拆上市方式卖给新的股东。虽然追踪股票方式保持了母公司对独立子公司的控制权，但是公司管理将更复杂，因为并不存在合法的部门或单独的董事会来管理双方业务。而且，双方资产要为其负债承担连带责任，当面临破产时，公司资产如何分割不明确。所以，这是一种潜在的混乱剥离形式，交易的逻辑也备受争议。

4.18 收购防御

当公司面临恶意收购不想被接管时会聘请投资银行进行收购防御。公司致力于：要么拒绝竞购以保持独立，要么为了股东利益最大化寻求更高的报价。收购防御战略的依据是反收购法。在美国，美国证券交易委员会管理所有的要约收购，但是公司由州法律体系进行管理，大多数州将反收购纳入州立公司法律体系。特拉华州针对公司法设立了一个单独的法院系统，称为特拉华州衡平法院，这在公司法的发展中开创了先河。许多美国的大公司在特拉华州成立，得益于该州在公司法方面的领先。

在投资银行和法律顾问的建议下，公司可以实施多种防御策略，最常用的防御策略是股东权

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

利计划。

股东权利计划

股东权利计划通常不需要股东投票，期限一般为 10 年。这个计划最主要的特征是包含“毒丸”，“毒丸”使得非恶意收购股东有权以很大的折价（通常为 50%）购买公司额外发行的股份。该计划的实施可以使恶意收购股东的股权比例下降，“友好”股东的股权比例上升。稀释股权可以从经济上迫使恶意收购方放弃收购，或者以更高的价格进行收购，或者发起代理权之争来获取目标公司董事会控制权，进而撤销“毒丸”。几十年来，“毒丸”在反恶意收购中发挥了显著的作用。但是从 2001 年开始，由于股东积极主义的反对，实施这一计划来进行收购防御的公司数量减少。一些股东认为“毒丸”只是有利于巩固管理层和董事会的地位，并无益于股东利益最大化。随着 2008 年的股市下跌，股东权益计划被稍作修改重新启用，而且更受欢迎。

4.19 风险套利

在换股收购中，有些交易员会购买目标公司股票，同时卖空收购方公司股票。购买目标公司股票是基于以下事实：当公司宣布并购交易后，目标公司股票价格相对于交易完成后兑换成收购方公司股票的价格较低。交易员预期交易成功进行，从而通过低价购买目标公司股票，然后在交易结束后兑换成收购方公司股票，扣除交易成本获得增值。为了对冲收购方公司股票的下跌，交易员卖空相同数量的股票，并在交易结束后按照兑换比例获得收购方公司股票。套利者的参与是换股交易很重要的因素，因为他们的交易会给收购方公司带来下行压力，为目标公司带来上行压力。

例如，如果收购方愿意以 1.5 倍的兑换比例购买目标公司股票，在交易结束后，收购方将为 1 股目标公司股票支付 1.5 股收购方公司股票。假设在交易宣布前，目标公司股价为 25 美元，收购方公司股价为 20 美元，交易将在 6 个月后完成。由于收购方公司同意支付 1.5 倍的对价，所以交易结束后目标公司股东得到的股价为 30 美元。然而，可能出现 6 个月后交易不能完成的情况，则在交易结束后目标公司的股价可能低于 30 美元。例如，如果宣布交易以后，目标公司股价为 28 美元，套利者将以每股 28 美元购买目标公司的股票，同时卖空 1.5 倍数量的收购方公司股票。在这笔交易中，如果收购完成，套利者将会从目标公司股票价格上涨至 30 美元中获利，并将手中头寸对冲（套利者在交易结束后获得的股票支付给股票出借方）。套利者的目标是寻找公布交易信息后的目标公司股价与交易结束后履行对价后目标公司股价之间的价差，并通过套利行为进行获利。不过，如果交易没有完成或完成的周期发生改变，套利者的头寸将会出现问题，结果将导致获利减少，甚至亏损。投资银行在交易实施期间，需密切关注套利行为，因为套利交易会导致目标公司和收购方公司的股价大幅变化。

4.20 估值

在对收购或出售中涉及的上市公司估值时，出发点应是公司当前股价。在没有取得公司控制

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

权的情况下，股票价格便是上市公司价值的真实反映。为了反映取得公司控制权的合适价值，价格需要上调。换言之，如果只收购公司的小部分股份，则公开市场上的收盘价就可以反映最合适的价值。但是，如果收购公司的大部分股份，则购买价格需在收盘价基础上加上控制权溢价。

投资银行（以及其他方）可以用四种基础估值方法来确定收购公司控制权所需支付的合适价格：可比公司法、可比交易法、杠杆收购法和现金流折现法。此外，如果公司有很多不同的（不相干的）业务，通常需要用到分类加总估值法，当公司出售其中独立的业务时，有可能会得到超出公司总体的价值。对于特定行业，还可能会用到其他估值方法。对于一家非上市公司，在并购中可能应用一种或多种估值方法来确定公司价值。选择估值方法的关键因素是行业、可得信息以及市场先例。

可比公司法和可比交易法是依据同行业其他公司或交易价值的倍数为基础来确定该公司或该项交易的价值。在计算公司价值时，用倍数乘以选定参数，一般用息税折旧摊销前利润（EBITDA）作为选定参数。EBITDA 是现金流的代表，但二者并不完全相等。EBITDA 的计算只需要利润表即可，而现金流的计算还需要资产负债表。所以在倍数估值中，一般用 EBITDA 较多。最常用的倍数是：企业价值/息税折旧摊销前利润（EV/EBITDA）、股票价格/盈利（市盈率，P/E）、股票价格/账面价值（市净率，P/B）。

选择一组与被估值公司特征相似的可比公司对于倍数分析法来说很重要。在分析时通常利用汤姆森（Thompson Financial）或 Dealogic 数据库，运用标准行业分类代码（Standard Industrial Classification codes）或北美行业分类系统（North American Industry Classification System，NAICS）查找相关行业的公司信息。然而，如果一家公司与被估值公司在一个领域存在竞争关系，同时又有大量业务与被估值公司不相关，则不被列入可比公司行列。例如，通用电气生产通用灯具，这与科尔曼灯具公司形成竞争关系，但是在运用可比分析法时不能把通用电气和科尔曼灯具公司放入同一组，因为通用电气的业务范围比科尔曼灯具公司的大得多。可比公司的规模也是非常重要的因素。例如，对于一家市值只有 5 亿美元的公司来说，一家市值 500 亿美元的公司则不是合适的可比对象。股票交易量小的公司由于相关研究较少，股票价格并没有很好地反映公司真实价值，所以也不能被列为可比公司。在应用可比交易法时，当小公司同大公司相比时，应适当折价。在确定最佳的可比对象时，需要考虑上述因素和许多其他因素。确定理想的可比公司名单并不容易，如果所选公司不合适，估值结果则可能不准确。所以，为了选择合适的可比公司，需选择财务状况、非经常性费用和重组费用正常的公司，排除表现异常的公司。这样能保证这种比较处于公平合理的基础。

现金流折现法和杠杆收购法是基于现金流的估值方法。两种方法都需要预测未来现金流，未来现金流应被公司资本成本折现。现金流折现法通过预测公司的未来现金流得到公司内在价值。杠杆收购法是通过预测公司的未来现金流确定私募股权投资机构收购者投资的内部收益率（IRR）。现金流折现法和杠杆收购法的难点在于如何准确预测 10 年甚至更长时间的现金流。由于现金流预测较难，将提供预测的管理层的未来报酬和职业发展与所预测项目相结合有助于提高预测质量。另一个难点是如何准确预测折现率，不同行业不同公司的折现率差距很大。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

4.20.1 可比公司法

可比公司法为公司估值提供了一种参考方法，但是不作为决定目标公司价值的主要基础，因为这种方法没有考虑控制权溢价。将相同行业公司或公司业务在成长性、赢利能力和风险等方面具有相似性的公司放在一起进行分析是很好的一种方法。这种方法的依据在于以下假设：市场是有效的，当前的交易价值是对当前行业发展趋势、经营风险、发展前景等因素的合理反映。可以为可比公司制定一系列倍数，被估值公司可以应用这一系列倍数决定公司的内在价值（不包括控制权溢价）。计算出的公司价值可以与公司股价进行比较（在一个有效的市场中，股价是公司真实价值的反映）。公司股价和内在价值的差别可以反映公司面临的挑战或机遇。这是估值分析的第一步，但是要进行准确的估值还需要其他估值过程（包括控制权溢价的计算）。

多数情况下，可以用市盈率来对可比公司进行分析，市盈率 = 当前股价/每股收益。市盈率通常用过去 12 个月的每股收益和下一财年的预测盈利进行计算。每股收益用净利润除以同期加权平均股份得到。当可比公司的市盈率被确定后，用该市盈率乘以公司每股收益，即可得到公司的权益估值。

我们也可以通过企业价值来分析可比公司，企业价值代表收购一家公司的总成本。企业价值等于当前的权益价值加净负债（再加少数股东权益，如果存在）。净负债 = 短期负债 + 长期负债 + 资本化租赁 + 优先股 - 现金及现金等价物。企业价值之所以包含净负债，是因为收购公司的股票负有偿还债务的最终义务，而且企业会用手中的现金第一时间偿还债务，所以可以把净负债作为附加的权益市场价值。由于企业价值同时考虑权益和净负债的价值，便为不同资本结构的公司价值之间提供了比较的可能性，因此 EV/EBITDA 倍数成为估值的重要基础。EV/EBITDA 倍数确定以后，可以用该倍数乘以公司的 EBITDA 来计算公司价值。

4.20.2 可比交易法

可比交易法重点关注并购交易中可比的被收购公司。可比交易法和可比公司法类似，都需要用到倍数。不过，可比交易法包括控制权溢价（及预期协同效应），所以其倍数会比可比公司法中的倍数高一些，更能反映并购交易中需向目标公司所支付的价格。跟可比公司法一样，在可比交易法中，只对相同行业或业务模式特征相同的公司进行比较。

如果一组可比公司情况相似，潜在被收购公司的价值应该与可比公司价值相近。换言之，如果相同行业的可比公司在进行类似交易时以 10 ~ 11 倍的 EV/EBITDA 倍数进行交易，则该倍数也适用于该笔并购交易中的目标公司价值的计算。如果目标公司的 EBITDA 为 1 亿美元，则目标公司企业价值的合理区间在 10 亿美元到 11 亿美元（即 1 亿 × 10 ~ 1 亿 × 11）之间。公司的权益价值可以用以下公式计算：权益价值 = 企业价值 - 净负债。如果目标公司的总负债为 3 亿美元，现金为 1 亿美元，没有优先股、资本化租赁和少数股东权益，则公司权益价值为（10 亿 ~ 11 亿美元）-（3 亿美元 - 1 亿美元）=8 亿 ~ 9 亿美元。如果目标公司股票有 2 000 万股，则每股价值为 40 美元 ~ 45 美元（8 亿 ~ 9 亿美元/0.2 亿股）。

虽然最近的交易最具代表性，但是可比交易通常选取之前 5 ~ 10 年的交易。使用交易完成当

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

年的财务数据来估计当期企业价值，即用历史的 EBITDA 倍数和历史及预测的每股收益来计算。如果运用得当，可比交易法在收购交易中确定价格范围时会非常有用，因为可比交易的倍数包含了控制权溢价和协同效应。在回顾历史上相似的交易时，也可以得到很多关于行业趋势的有益启示，如合并、国外投资和活跃的金融投资者等。在用可比交易法确定目标公司价值后，至少再用两种其他估值方法进行估算，以确定基于倍数的最优收购报价。控制权溢价分析是可比交易法的一部分，将历史可比交易的控制权溢价同该笔并购交易的控制权溢价进行比较。

4.20.3 现金流折现法

现金流折现法是最基础的估值方法，这种方法旨在计算出公司的内在价值。该方法不需要考虑可比公司的相关问题，所以也不用考虑在建立可比公司名单时需考虑的那些问题。现金流折现法取决于公司的预测现金流，该方法假设公司价值（企业价值）等于经货币时间价值和现金流风险折现后的未来现金流之和。公司价值分两部分计算：①预测期的现金流之和；②终值（预测期之后的价值）。两部分都要用公司的资本加权平均成本（WACC）进行折现。最终得到公司所有经营性资产的净现值。所有现金流都是无杠杆的，即无融资成本（利息或股息）。因为企业价值是相对于公司的所有资本提供者（债务和权益）的概念，所以无杠杆现金流代表这些提供者可得的现金。得到公司的企业价值后，用企业价值减去净负债便得到权益价值。

在现金流折现法中，未来现金流预测要与公司的长期战略规划相结合。所以，现金流折现法可以灵活调整对增长率和经营利润的预测。不过，现金流折现法也有局限性。例如，该方法依赖于预测的准确性，而且，预测期越长，预测的准确性越低。高管人员的预测常作为投资银行的检验和敏感性分析的基础。另外，现金流折现法使用 WACC，而 WACC 常常有很广的范围。计算权益成本需要用到很多变量，如公司的 β 值和市场风险溢价。现金流折现法的预测期应该覆盖一个完整的运营周期，在预测期末，现金流会趋于“正常”。预测期结束称为“终值日”，通常为 10 年后，公司的终值应该以终值日计算。终值是自终值日起至永续的期间内所有未来现金流的现值。有两种方法可以预测终值：①终值倍数法，即用 EV/EBITDA 的倍数乘以终值的预测 EBITDA；②永续增长法，根据以下公式进行计算：终值 $= FCF \times (1+g)/(r-g)$，其中 FCF 是终值日的预测自由现金流，r 等于 $WACC$，g 是永续增长率（等于预期通货膨胀率 + GDP 长期真实增长率）。例如，如果终值日的自由现金流是 1 亿美元，资本加权平均成本是 11%，则终值 = 1 亿美元 ×（1.05）/（0.11 − 0.05）= 17.5 亿美元。值得注意的是，终值在企业价值中所占比例较大，所以企业价值对终值计算假设的敏感性很强。

现金流折现法有以下 3 个关键步骤：

（1）确定 10 年期的无杠杆自由现金流，之后公司现金流进入稳定增长阶段；

（2）估算公司的终值，终值日开始公司进入稳定增长阶段至永续；

（3）计算 WACC（公司债务和权益的综合成本），对无杠杆自由现金流和终值进行折现得到公司价值，折现率为 WACC。

现金流折现法不包括协同效应，但是典型的现金流折现法通常对与成本相关的协同效应比较敏感，有时对包括收入相关的总协同效应较敏感。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

4.20.4 杠杆收购法

当存在金融发起人收购方时，可以应用杠杆收购法对并购交易进行分析。金融发起人通常是私募股权投资机构，通过私募股权投资基金募集的权益和新募集的债务收购目标公司。与公司投资者（战略投资者）不同的是，私募股权投资机构（金融投资者）在并购交易中的负债比例更高。金融投资者的融资方式包括：银行提供的优先级担保债务、次级无担保债务和夹层资本。目标公司管理层可以由原来的团队担任，也可以由金融投资者的团队担任，管理层通常跟随私募股权投资机构一起对目标公司进行权益投资。关于私募股权投资和杠杆收购交易更详细的分析请参见第 16 章和第 17 章。

私募股权投资机构收购的目标公司通常是成熟行业中具有稳定增长现金流的公司，可以偿付高额的债务利息，并能够向金融投资者支付股息。另外，目标公司的资本性支出要较低，经营杠杆较低，且资产容易变现。金融投资者一般在未来 3～7 年退出，退出方式包括：首次公开发行和并购出售给战略投资者或有时是金融投资者。金融投资者的目标内部收益率一般高于 20%（尽管这个目标可能根据经济周期和金融环境而降低）。

杠杆收购法包括现金流预测、终值预测（3～7 年内金融投资者出售的价格）和现值（金融投资者目前支付的价格）。该方法可以计算出投资的内部收益率，内部收益率是现金流和终值等于现值时的折现率。如果计算出的内部收益率低于目标内部收益率，金融投资者会降低收购报价。投资银行根据投资风险和市场风险建立杠杆收购模型，计算出金融投资者可以接受的最低内部收益率。这样就可以根据该内部收益率计算公司的购买价格。如果该购买价格高于当前公司市场价值，则对于金融投资者来说该交易具有可行性。投资银行把杠杆收购法作为多种估值方法中的一种，来计算目标公司的合适价值，金融投资者和战略投资者都作为公司可能的收购方被列入备选名单。

杠杆收购法和现金流折现法在很多方面都很相似，都要用到预测现金流、终值、现值和折现率。不同之处在于，现金流折现法求解的是现值（企业价值）而杠杆收购法求解的是折现率（内部收益率）。杠杆收购法中确定内部收益率后，需要通过调高或调低购买价格来使其满足目标内部收益率（参见图 4-2）。

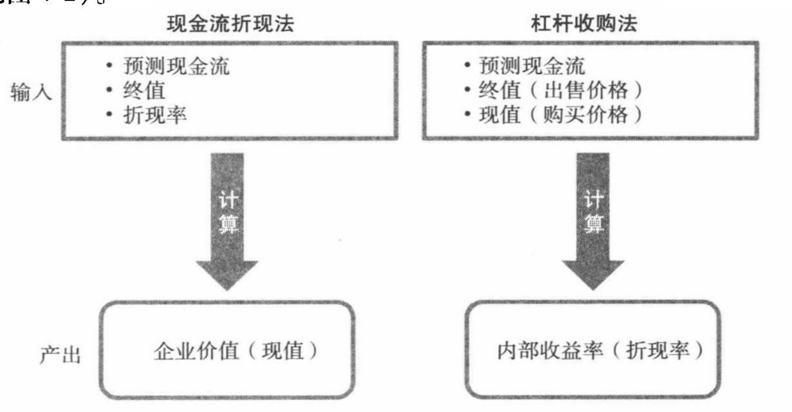


图 4-2 杠杆收购法和现金流折现法

资料来源：Castillo, Jerilyn and Peter McAniff. *The Practitioner's Guide to Investment Banking, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance*. Circinus Business Press, 2007.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

除了重点考虑内部收益率外，杠杆收购法还需要分析目标公司是否有足够的现金流来维持公司业务运营和支付债务的本金及利息。同时，还需考虑是否有足够的现金流来向股东支付股息。公司的偿债能力及支付股息能力越高，内部收益率会越高。为了防范金融风险，金融投资者会尽量提高债务融资额度，从而最小化权益比重，这样能使内部收益率达到最高。

4.20.5 分类加总估值法

当公司有很多业务时，可以用分解法进行分析，单独对每项业务进行分析的效果要比将所有业务作为一个整体进行分析好很多。当公司各项业务价值之和比公司当前市场价值高时，可以将公司分解成多个部分，然后分别卖给不同的投资者，在出售过程中创造增量价值。为出售方公司服务的投资银行在应用分类加总估值法时，重点关注每项业务的 EV/EBITDA 倍数，并把每项业务的价值加总，从而为公司提供更高的售价。为收购方公司服务的投资银行重点关注哪些业务可能会在并购后与收购方公司的业务不匹配。在这种方法中，投资银行需要单独计算每项业务的价值，并对价值进行税后调整。投资银行需要确定不匹配业务出售的价格是否合理：首次公开发行、分拆上市或分离（此时可比公司法比较有用），出售给其他公司（此时可比交易法、现金流折现法和协同效应法最有用），出售给私募股权投资基金（此时杠杆收购法比较合适）。表 4-3 对不同的估值方法进行了小结。

表 4-3 估值方法小结

可比公司法	可比交易法	现金流折现法	杠杆收购法	其他
描述				
• “公开市场估值” • 根据市场上可比公司的倍数估计企业价值 • 运用历史和预测倍数 • 不包括控制权溢价	• “私人市场估值” • 根据出售交易中可比公司倍数估值 • 包含控制权溢价	• 估计业务的内在价值 • 预测自由现金流的现值 • 同时关注短期与长期业绩 • 考虑自由现金流和资本结构的折现率	• 对于金融投资者的价值 • 基于债务偿还和股息支付的价值	• 分类加总估值法 • 流动性分析法 • 分解法或净资产法 • 历史交易表现法 • 未来股价折现法 • 股息折现模型
评价				
• 可比公司在规模、发展前景和产品等方面的相似性 • 位于可比公司组内 • 所在市场/行业交易波动 • 市场对公司的表现看法不一 • 对协同效应、税收问题的估值	• 真实可比交易的限制 • 市场数据的变化 • 数据缺失或难以找到（子公司交易的盈利往往不易得到）	• 在现金流比较可靠、可预测，且 WACC 比较好确定的情况下使用该种估值方法 • 对于终值计算假设比较敏感	• 由于缺少协同效应计算以及高额的资本成本和内部收益率，通常提供最低报价 • 资本结构需要诸多假设 • 由于业务规模和类型限制，部分交易可能不适宜使用该方法	• 更适用于特定情景分析，而不是普遍性估值 • 近期每股收益未必能反映真实价值

4.20.6 估值小结

当运用多种方法对企业价值进行评估后，投资银行将所有结果汇总到所谓的“足球场”表格

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

中进行分析，“足球场”表格显示了每种方法估值的区间。这种方法反过来也帮助银行家建立并购交易中所涉及公司的估值区间。通常来讲，在“足球场”表格中，使用可比公司估值法所确定的价值区间要低于使用可比交易法得出的区间，因为可比交易法反映了公司的控制权溢价。尽管也有例外，但现金流折现法所确定的估值区间通常与可比公司法类似。一般来讲，一家公司的当前并购价值高于通过可比公司法和现金流折现法所计算的区间上限，因为实际交易中并购方需要支付控制权溢价，而上述两种方法没有考虑控制权溢价。杠杆收购法会根据内部收益率提供公司的最低价值，该价值代表金融投资者所愿支付的价格。一般来讲，战略投资者所支付的价格比金融投资者要高，因为战略投资者还会考虑并购所带来的协同效应。不过，如果市场接受很高的杠杆（将会导致更高的内部收益率）或者金融投资者有特别的操作策略，则会发生金融投资者报价高于战略投资者的情况。如果公司业务覆盖比较广泛，会在“足球场”表格中出现分解法。根据不同的行业和公司，“足球场”表格中可能还会出现其他估值方法。

图4-3就是一个“足球场”表格的例子。图4-3中，假设公司当前股价为40美元，可比公司法的估值区间为36～44美元，而可比交易法的估值区间为42～51美元。现金流折现法得到的区间为38～45美元，如果考虑协同效应，估值区间变为43～50美元，成本协同效应为5美元。该图中，金融投资者会对现金流充足、低杠杆、资本性支出需求较低的公司比较感兴趣，如果估值区间为39～45美元，则根据杠杆收购法，内部收益率为20%。分解法由于考虑到债务分配和税收问题，所以估值区间为41～51美元。投资银行根据此图，可以估算最合适的目标公司价值为50美元（也可以表示为48～52美元），当前价格为40美元，控制权溢价为25%。不过，50美元的股价可能因竞争或其他因素而调整。

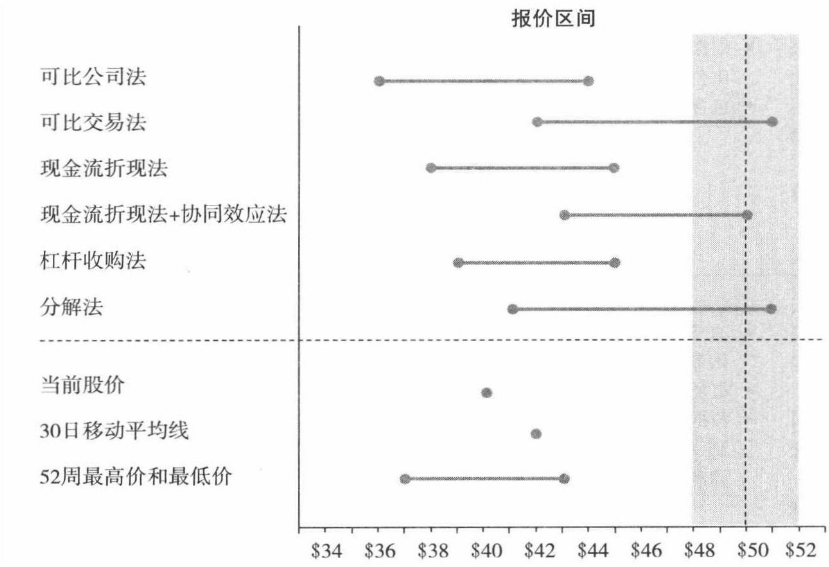


图4-3 并购估值汇总（“足球场”）

专栏4-3中的案例描述了一家上市公司在面临一些关键投资者要求采取措施提高股东价值的压力时所进行的战略考量。在该案例中，公司就一系列战略问题和估值分析向投资银行进行了咨询，以判断出售公司不是提高股东价值的最优选择。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏4-3

服务公司案例

案例关键

本案例模拟的情形为，一家上市公司的经营和股价表现呈现停滞，公司的管理层和董事会面临股东的压力，特别是对冲基金。这些股东要求公司采取措施来提高近期的股东价值，保护投资者利益。该公司就战略问题向投资银行进行咨询。读者需根据前面提到的估值方法，如可比公司法、可比交易法、现金流折现法和杠杆收购法来对该公司价值进行估算。

任务

服务公司是一家上市公司，为个人和商业客户提供以下服务：草坪整理，清洁及维护服务，住宅维修。2007年10月，对冲基金看好该公司稳定、充足的现金流，且其股价维持在较低价位，开始积极买入该公司股票。假设你是一家投资银行的投资银行部董事总经理，公司董事会鉴于你们以往在资本市场和并购交易中的业绩，聘请你的团队为该公司进行战略分析。

战略分析的第一步是确定以下情况下的估值：

- 公司继续正常运行；
- 改变资本结构；
- 将公司卖给战略投资者；
- 将公司卖给金融投资者。

由于该公司管理层在经营中很少利用高财务杠杆，所以董事会不愿改变资本结构，除非将公司出售。

下周，你将向董事会展示初步的估值和建议，其中包括选择广泛的还是有针对性的出售方式。

- 广泛“拍卖”方式：
  - 有可能获得最高价格；
  - 出售过程公开化，导致较大的波动与影响；
  - 占用较多的公司资源（管理层的时间和费用）；
  - 不容易控制竞争性信息的传播（详细的财务信息、客户名单、组织图表等）；
  - 时间比较长；
  - 引发股东诉讼的可能性较小。
- 针对性方式：
  - 较难获得最高价格；
  - 出售过程不会公开化，对客户和雇员的影响较小；
  - 占用公司资源较少；
  - 容易控制竞争性信息的扩散；
  - 过程比较快；
  - 容易引发股东诉讼；
  - 需要公司和财务顾问选择合适的买方。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

你的任务是向服务公司的董事会推荐一种可能的出售方式，假设如下：

- 对冲基金在股价最高点出售所持股份；
- 如果该过程耗时过长并变成公开出售过程，可能会导致核心雇员离职；
- 最高管理层十分关心竞争性信息的扩散；
- 最高管理层是公司股票的主要持有者；
- 公司员工需在公司重组计划上花费大量时间。

使用所提供的“服务公司”经营预测（见表4-4），将服务公司的经营业绩与同行业其他上市公司的经营业绩进行比较，并利用该行业中曾经发生过的并购交易来确定服务公司的估值区间和控制权溢价。此外，利用所提供的服务公司经营预测、净资产收益率、平均借贷成本和税率，使用现金流折现法来确定服务公司的内在价值。最后，利用所提供的服务公司经营预测、债务结构和利率假设以及杠杆收购模型来确定私募股权投资机构可能提供的收购价格区间。

表4-4 财务预测：服务公司预测

管理案例：2008年1月，100万美元	实际数据	预测数据									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
主要运营数据											
净销售额	6 400	6 600	6 800	7 050	7 300	7 600	7 904	8 220	8 549	8 891	9 247
增长率	—	3.1%	3.0%	3.7%	3.5%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
EBITDA	800	825	884	917	949	988	1 028	1 069	1，111	1 156	1 202
利润率	12.5%	12.5%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
EBIT	750	765	814	827	839	858	892	928	965	1 004	1 044
利润率	11.7%	11.6%	12.0%	11.7%	11.5%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%	11.3%
非现金营运资金投资	(30)	(5)	(7)	(10)	(12)	(14)	(15)	(16)	(16)	(17)	(18)
净销售额变化率	—	2.5%	3.5%	4.0%	4.8%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
资本性支出	(80)	(100)	(110)	(115)	(120)	(130)	(135)	(141)	(146)	(152)	(158)
占净销售额比例	1.3%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%

你的介绍应该包括以下内容：

- 初步估值汇总（“足球场”）（见图4-6）
  - 该图是对各种估值方法结果的汇总，是向董事会展示所做结论的解释性总结。
  - 该图应该在每种估值分析总结前，先将结论传达给观众。
  - 假设公司有2.5亿股流通股、8亿美元负债和2亿美元现金。
- 可比公司法（见图4-4和图4-5）
  - 这种方法提供了可能的公司价值，但不包括控制权溢价。
  - 使用服务公司的可比公司名单、各自的经营业绩以及交易估值倍数来对服务公司2007年、2008年的市盈率和EV/EBITDA倍数进行估算。
    - ■ 计算EV/EBITDA，EV是市场资本和净负债之和，净负债是总负债减现金及现金等价物；EBITDA是扣除利息、所得税、折旧和摊销之前的利润值，用2007年、2008年的数据进行计算。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

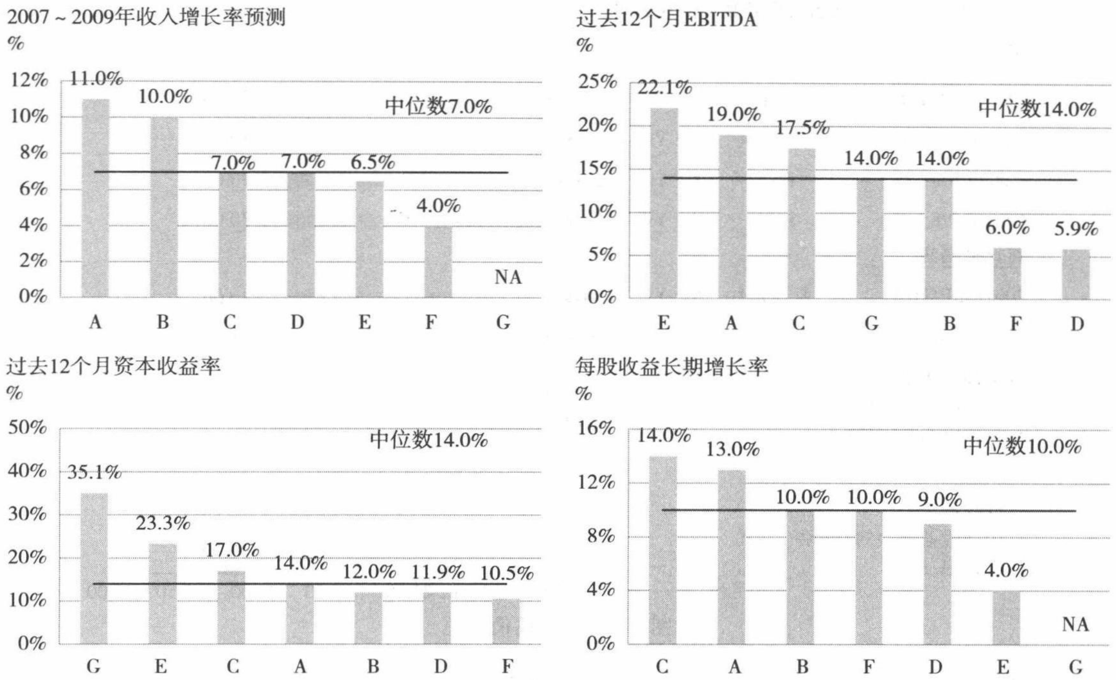


图 4-4 可比公司经营业绩比较

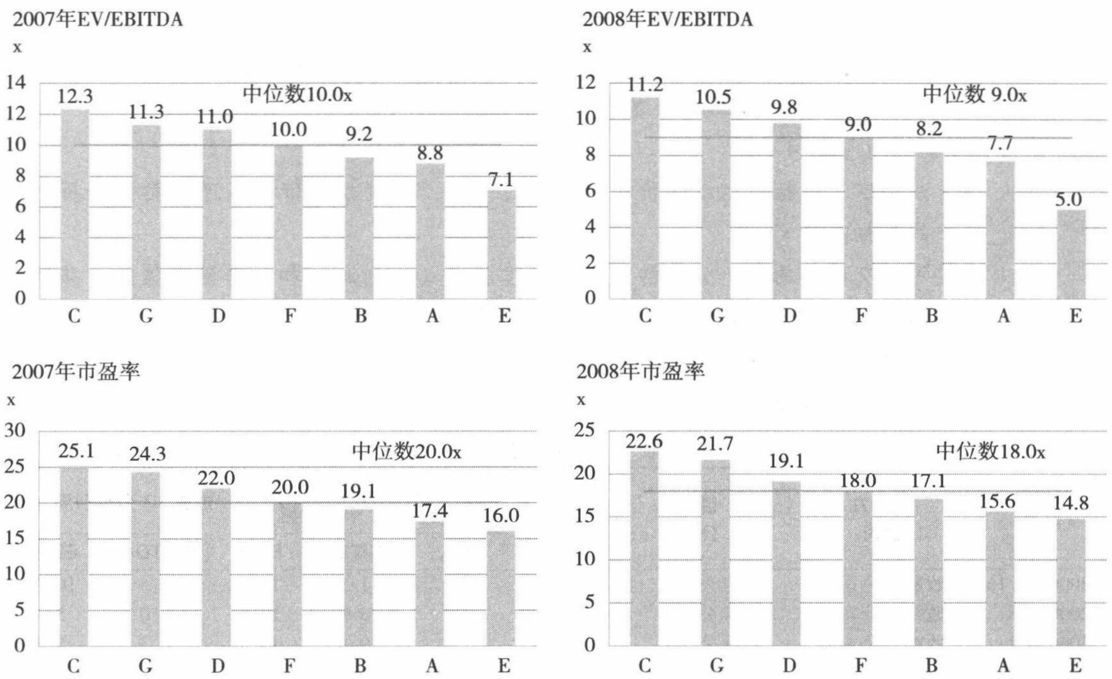


图 4-5 可比公司交易法

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

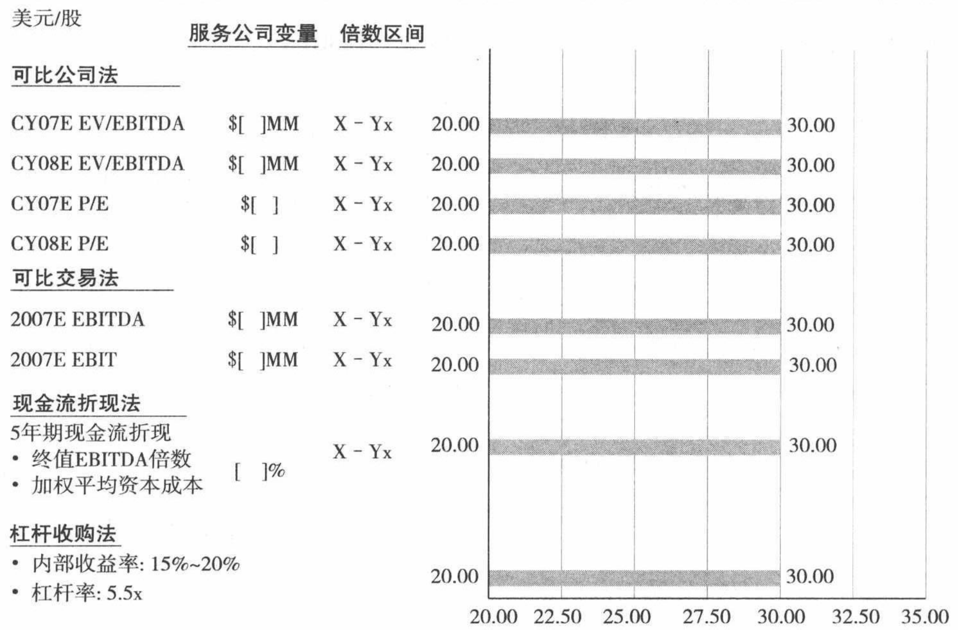


图 4-6　初步估值汇总

■ 计算 2007 年和 2008 年的每股价格/每股收益。

– 基于对每家可比公司的相关财务倍数与比率的分析，选出具有代表性的财务倍数范围，并将这一范围应用于服务公司。

– 这个练习是基于相对规模、成长预期和利润率三个指标筛选出服务公司的可比公司。假设（仅为了方便分析的目的）所有公司与服务公司在相同的终端市场竞争。

– 假设服务公司 2007 年和 2008 年的每股收益分别为 1.46 美元和 1.50 美元。

● 可比交易法（见表 4-5）

  – 该方法确定了包括控制权溢价在内的公司价值，控制权溢价可以通过类似的历史交易中的数据来确定。

  – 比较可比交易中的各个公司的规模、经营业绩（如利润）和交易估值倍数，并用上述数据确定服务公司 2007 年合适的 EBITDA 和 EBIT 倍数。

  – 假设这个可比交易名单是最合适的，但要考虑如何将可比交易数据与服务公司的规模和盈利以及其他市场数据匹配起来。

表 4-5　可比交易法　　（单位：100 万美元）

日期	收购方公司	目标公司	交易价值	企业价值倍数（过去 12 个月数据）			过去 12 个月利润（%）	
				收入	EBITDA	EBIT	EBITDA	EBIT
2006. 11. 16	收购方公司 A	目标公司 A	897.0	1.9	11.5	19.0	16.5	10.0
2006. 8. 8	收购方公司 B	目标公司 B①	8 121.8	0.7	8.8	13.9	8.0	5.1
2006. 3. 1	收购方公司 C	目标公司 C	2 669.4	0.8	9.5	13.5	8.3	5.8
2006. 1. 24	收购方公司 D	目标公司 D	141.8	1.1	NA	NA	NA	NA
2005. 3. 29	收购方公司 E	目标公司 E	5 147.5	0.8	10.6	14.1	7.7	5.8
2004. 12. 22	收购方公司 F	目标公司 F	113.9	0.2	14.6	49.4	1.4	0.4
2004. 12. 16	收购方公司 G	目标公司 G	1 837.2	1.0	12.5	NA	8.3	NA

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

日期	收购方公司	目标公司	交易价值	企业价值倍数（过去12个月数据）			过去12个月利润（%）	
				收入	EBITDA	EBIT	EBITDA	EBIT
2004.10.1	收购方公司H	目标公司H	103.5	4.4	NA	9.6	NA	46.2
2004.3.8	收购方公司I	目标公司I	110.0	1.2	NA	NA	NA	NA
2004.1.5	收购方公司J	目标公司J	629.0	3.5	8.7	NA	40.0	NA
2002.2.12	收购方公司K	目标公司K	186.0	0.3	NA	NA	NA	NA
2001.10.5	收购方公司L	目标公司L	800.0	0.4	9.8	13.3	4.2	3.1
2001.8.7	收购方公司M	目标公司M	170.0	0.3	NA	NA	NA	NA
1999.11.3	收购方公司N	目标公司N	856.9	0.5	5.9	7.3	9.1	7.3
1999.10.27	收购方公司O	目标公司O	322.2	0.6	NA	9.7	NA	6.1
1999.3.23	收购方公司P	目标公司P	260.9	0.5	10.3	20.1	5.0	2.6
1998.11.2	收购方公司Q	目标公司Q②	331.0	1.1	NA	16.6	NA	6.6
1996.8.8	收购方公司R	目标公司R	218.5	1.1	8.6	12.4	13.4	9.3
			平均数	1.1	10.1	16.6	11.1	9.0
			中位数	0.8	9.8	13.7	8.3	6.0

① 2006年8月8日，目标公司B的交易代表修改后的接受报价（过去12个月数据截至2006年6月30日）。初始提案时间为2006年5月1日，估值以2006年3月30日的数据为计算基准，分别用0.7、8.6和13.2乘以收入、EBITDA和EBIT。

② 企业价值倍数按并购时金额为3亿美元进行计算。

- 现金流折现法
  - 该方法确定公司的长期内在价值。
  - 利用服务公司的经营预测数据计算公司的现金流折现值。
  - 用EV/EBITDA倍数法计算企业终值；利用可比公司经营和交易倍数确定合适的终值倍数区间。
  - 确定合适的折现率，相关信息如下：
    - 10年期国债利率为4.47%。
    - 无杠杆预测β为1.254。
    - 权益市场的风险溢价为4%～6%。
    - 债务/权益比例为0.43。
    - 债务成本为8%。
    - 综合税率为39%。
  - 确定折现率和退出倍数假设对现金流折现法估值的影响有多大。
  - 确定战略投资者在考虑到协同效应时可能支付的额外价值有多大。
  - 协同效应——服务公司可能为战略投资者带来一系列潜在协同效应，从而提高战略投资者的EBITDA。
    - 成本协同效应：总EBITDA可能增加5 000万美元至1亿美元。

      合并总部

      合并原材料采购

      合并后台支持功能

      加强营销与广告对消费力的影响
    - 收入协同效应：总EBITDA可能增加2亿美元至3亿美元（在成本协同效应基础上）

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

服务公司产品向收购方公司客户群体进行交叉出售

收购方公司产品向服务公司客户群体进行交叉出售

捆绑多种服务来提高客户忠诚度

通过降低广告成本来提高广告支出效率

- 计算协同效应的可能估值影响。
- 用 2007 年的 EBITDA 与协同效应价值的倍数来确定战略投资者的最低报价。
- 简单阐述为什么战略投资者会为协同效应支付额外价格。
- 将协同效应价值与现金流折现法所确定的公司价值相加，得到战略投资者愿意为公司支付的价格。

● 杠杆收购法

- 该方法确定金融发起人（私募股权投资机构）可能为公司支付的价格。
- 利用服务公司的经营预测数据构建杠杆收购模型，假设 5 年后退出（2012 年）。
- 你所在机构的杠杆融资团队提供的债务结构和利率假设为：
  - ■ 银行贷款：总额不超过“2.5 × 2007 年 EBITDA”的贷款，利润为“LIBOR + 250 个基点”。
  - ■ 总负债：总额不超过“5.5 × 2007 年 EBITDA”，剩余负债利率为 10%。
- 杠杆收购法中，需要计算交易结束后，经会计调整的摊销增加额。摊销增加额是可以在税前扣除的，计算步骤如下：
  - ■ 权益购买价格加交易费用及支出（该项由购买价格决定：新增银行贷款 × 1% + 其他新增负债 × 2%） − 账面无形资产 8 亿美元）：
    - ○ 假设 25% 的新增商誉可以摊销。
    - ○ 假设摊销期为 20 年。
- 在给定经营预测、杠杆和利率假设的前提下，计算金融发起人愿意支付的最高价格，未来 5 年的要求收益率为 15% ~ 20%。
  - ■ 利用可比公司业务和交易中的数据确定合适的估值倍数区间，从而确定金融发起人的退出倍数区间，退出可以通过首次公开发行或将公司出售给战略投资者抑或其他金融投资者来实现，并证明该退出倍数是合理的。
  - ■ 根据管理层对 2007 ~ 2013 财年的预测数据，金融发起人在 2012 年时对服务公司的投资进行估值，并据此确定 2013 年的退出倍数。然后计算服务公司 2012 年年末的权益价值，加上 2012 年年末的预测净现金流，减去 2012 年年末的流动负债。根据计算出的权益价值，可以估算出金融发起人要求的 5 年期的内部收益率为 15% ~ 20%。根据内部收益率，能够计算出金融发起人为收购服务公司愿意支付的价格。
  - ■ 有一点值得注意，退出倍数应该低于进入倍数，讨论一下为什么这样。
- 信贷紧缩分析
  - ■ 服务公司的董事会非常担心出现信贷市场紧缩的情况。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

■ 你所在机构的杠杆融资团队认为在信贷市场紧缩情况下，融资结构和利率调整如下：
   ○ 银行贷款不超过“2.0×2007年的EBITDA”，利率为“LIBOR+350基点”。
   ○ 负债总额不超过“4.5×2007年的EBITDA”，剩余债务利率为12%。
■ 讨论杠杆上升和下降时，哪种情况会为服务公司估值带来更大的影响。

- 结论
  - 为战略选择提供清晰的分析结论，并为公司的下一步工作提供建议。
  - 建议实行针对性出售方式或广泛拍卖方式，并说明选择的合理性。
  - 公司是为顾问服务付费，而不是估值。

服务公司概述

服务公司是一家全国性公司，服务客户包括个人客户和商业客户。服务内容包括：草坪护理、土地维护、虫害控制、住宅维修、救灾及灾后重建、灾后清理及恢复、家居清洁、家具维修和上门检查。截至2006年12月31日，服务公司提供服务的客户总数将近5 500个。服务公司在1995年注册于特拉华州，是由多家公司重组而来的。服务公司的业务包括五个主要部分：草坪护理、土地维护、灭虫、家居保卫及其他业务。

下表是服务公司每项业务收入在总收入中所占比例：

(%)

	2006	2005	2004
草坪护理	31	32	32
土地维护	13	14	14
灭虫	31	33	33
家居保卫	16	16	16
其他业务	9	5	5

草坪护理

草坪护理服务由ServiceCo LawnCare提供。2006年、2005年、2004年来自该项服务的收入占总收入的比例分别为31%、32%、32%。这项服务具有季节性，天气对草坪护理服务的影响较大，如夏季干旱、冬季的雨雪天气。上述因素会导致收入减少或成本上升。

ServiceCo LawnCare是美国一家在草坪护理方面处于领先地位的公司，服务对象包括个人和商业消费者。截至2006年12月31日，ServiceCo LawnCare通过225个自有机构和45个加盟机构为哥伦比亚特区和45个州提供服务。

土地维护

土地维护服务主要由ServiceCo LandCare提供。2006年、2005年、2004年来自土地维护服务的收入占总收入的比重分别为13%、14%和14%。土地维护服务也具有季节性。天气情况（如干旱）会影响土地维护服务的需求，降雪量下降也会导致除雪服务需求的减少，这些情况都会导致收入减少或成本增加。

ServiceCo LandCare是美国一家在土地维护方面处于领先地位的公司，服务对象包括个人和

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

商业消费者。截至2006年12月31日，ServiceCo LandCare通过102个自有机构为哥伦比亚特区和43个州提供服务，但不涉及国际业务。

灭虫

灭虫服务主要由Exterminator提供。2006年、2005年、2004年来自于灭虫服务的收入占总收入的比例分别为31%、33%和33%。灭虫业务是季节性业务。虫害季节通常发生于早春时节，但是由于气候不一样，各地的时间会有所不同，这段时间内会有大量的灭虫需求，因此这段时间内的收入也是最高的。

Exterminator是美国一家在虫害治理方面处于领先地位的公司，服务对象包括个人和商业消费者。截至2006年12月31日，ServiceCo LandCare通过380个自有机构和127个加盟机构为哥伦比亚特区和45个州提供服务。

家居保卫

家居保卫及设备维修服务主要由HomeProtection提供，家居检查服务主要求由Home Inspection提供。2006年、2005年、2004年来自家居保卫服务的收入占总收入的比重分别为16%、16%和16%。家居保卫和家居检查业务也具有季节性。家居保卫的服务量取决于房屋所有量，从历史数据来看，在春季和夏季，该项服务需求量最高。家居保卫成本在夏季最高。

其他业务

公司的其他业务包括：灾难救援和灾后重建服务、住宅和商业建筑的修复与清洁服务（主要包括室内清洁和上门家具修理），这些服务主要由Furniture Medic提供。除此之外，还包括服务公司的相关总部职能。2006年、2005年、2004年这部分业务收入占总收入的比例分比为9%、5%和5%。

特许经营权

特许经营权对于服务公司非常重要。在2006年、2005年、2004年，特许经营权收入占总收入比例分别为3.5%、3.4%和3.3%，而相应的特许经营权成本所占比例分别为2.2%、2.1%和2.1%，与特许经营权相关的利润占总利润的比例分别为11.3%、10.5%和10.3%。特许经营权协议的期限一般为5~10年。大部分特许经营权协议在到期前会续约。

竞争

服务公司在服务、特许经营权和产品等方面有很多竞争者。竞争包括以下方面：服务质量和速度、品牌知名度、价格促销活动、消费者满意度、品牌意识、专业销售力量和声誉。公司每项服务的竞争都是很强的：

- 草坪护理服务的主要竞争来自于国内，包括自有公司和自己清理草坪的房主。服务公司这项服务在寻求国际发展。
- 土地维护服务的竞争主要来自于那些占地面积有限的小型自有公司还有一些自己进行土地维护的大公司。
- 虫害防治服务的竞争主要来许多自于地区性的自有公司、自行进行虫害防治工作的房屋所有者，以及Orkin（一家全国性公司Rollins的子公司）。Ecolab在全国性的虫害防治方面具有很强的竞争力。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

- 房屋保卫服务的竞争主要来自区域性的房屋保卫服务供应商。许多竞争者正在将业务扩展到更多国家。
- 房屋检查服务的竞争主要来自区域、地方的自有公司。
- 住宅、商业建筑恢复和清洁服务的竞争主要来自于当地的自有公司和少数专门的清洁公司。
- 家居清洁服务的竞争主要来自于本地的自有公司和少数跨国公司。
- 家具维修服务的竞争主要来自于本地的自有公司。

主要客户

服务公司单一客户的业务量比例都不超过10%。此外，各项业务客户的业务量占该项业务的比例也不超过10%。服务公司的每项业务都不会依赖于少数客户，所以个别客户的流失不会给公司造成重大影响。

习题

1. 请给出并购交易中战略投资者和金融投资者的定义。
2. 为什么一般来说在拍卖中战略投资者竞价会高于金融投资者？
3. 为什么在衡量一项交易的总收益时，人们总会给予成本协同效应比收入协同效应更大的权重？
4. 在美国，如果一项并购交易占该行业较大比重，那么这项交易完成前需要向监管机构提供哪些备案文件？向什么机构备案？在备案后需要等待多长时间？欧洲与之类似的监管机构是什么？
5. 假设一家收购方公司的市盈率为15，目标公司的市盈率为11，这家收购方公司是否更愿意采用股票支付购买对价？为什么？
6. 如果市场存在高波动性，那么采用股票收购存在的潜在风险是什么？
7. 假设投资银行对某个并购交易出具了公平意见，这是否意味着董事会应该批准这项交易？
8. 为什么董事会希望在收购条款中加入竞价等待条款？
9. 交易终止费什么时候支付？最常见的交易终止费占权益价值的比例是多少？
10. 在首次公开发行、分拆上市、分离、分立和追踪股票这五种通过公开市场剥离子公司的方式中，哪一种剥离方式使得子公司具有最高的独立性？哪一种剥离方式使得子公司具有最低的独立性？
11. 列举出四种在并购中评估企业价值的常见方法。
12. 在常见的估值方法中，哪一种估值方法以企业的相对价值为基础？哪一种基于内在价值？哪一种基于支付能力？
13. 假设你是一位卖方顾问，为一家制造和销售家居产品以及个人消费品的跨国公司服务。这家跨国公司致力于大众消费品市场。你的交易小组研究员为你准备了以下可比公司资料。在这些可比公司中，你最应该剔除哪一家？

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

可比公司（单位：10亿美元）

公司	所在地	市值	企业价值	最近12个月收入	最近12个月息税折旧摊销前利润	最近12个月息税摊销前利润率（%）	企业价值/收入（倍）	企业价值/息税折旧摊销前利润（倍）
雅涛	美国	2.4	2.3	1.5	0.2	11.2	1.3	13.1
妮维雅	德国	15.9	15.1	8.0	1.2	14.6	1.9	12.9
Chatten 公司	美国	1.4	1.7	0.4	0.1	29.4	4.4	15.1
切迟杜威公司	美国	3.9	4.2	2.1	0.3	15.6	2.0	12.7
高露洁	美国	42.8	41.9	13.4	2.9	21.8	3.1	14.4
汉高集团	德国	21.6	26.2	19.3	2.5	13.0	1.4	10.5
McBribe PLC	英国	0.3	0.9	1.2	0.1	8.7	0.8	9.2
信誉品牌控股公司	美国	0.4	1.0	0.3	0.1	31.5	3.0	9.6
宝洁	美国	232.2	268.1	77.9	18.9	24.3	3.4	14.2
利洁时集团	英国	38.1	41.3	10.3	2.7	26.1	4.0	15.4

14. 哪种估值方法的估值区间最低？为什么？

15. 下面两家企业中哪一家更容易成为杠杆收购目标？为什么？①一家生产多种消费零食的企业；②一家生产汽车制造装备、农业设备和其他重型机械的企业。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第5章　交　易

本章内容可以与以下两个案例相互参照："两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿"以及"凯马特、西尔斯和ESL：从对冲基金到顶尖零售商之路"。

本章重点关注投资银行所进行的两种不同类型的交易：客户交易和自营交易。本章还介绍了两类关键的交易业务：权益交易，固定收益、货币和大宗商品（以下简称"FICC"）交易。

5.1　客户交易

投资银行的客户交易涉及交易员、专业销售员和研究员。交易员负责从机构投资者和个人投资者手中购买证券，并在未来某一时刻（几分钟、几个小时、几天或几个月），以更高价格将这些证券出售给其他投资者。这种承担风险的交易受多种因素影响，包括研究、监管机构、诉讼、公共关系、竞争对手、破产、信用评级机构、套利者和数不清的其他变量。一名优秀的交易员有能力跟踪并综合大量的信息，迅速做出正确决策。这项决策的后果可以快速反映在所持有证券的盈利或亏损上，但有时候结果需要几个月时间才能知道。

不论何种投资时限，交易员必须每天记录每种风险头寸的价值。这就是所谓的盯市。如果交易员持有的是上市公司股票，这个价格就是交易所当天所报告的价格或收盘价。如果交易员持有的是未上市公司股权，这种情况下没有证券交易所来提供价格，交易员需要用可比证券的交易所价格来确定这家未上市公司股权的市场价值。另外，交易员可以通过已开发的用以预测证券价值的估值模型来确定未上市公司股权的市场价值。不论何种估值方法，交易员必须每天记录所持有证券及衍生品头寸的市场价值，这些价值的变化表现为每天的盈利或者亏损。

交易者必须能够很好地分析和理性地处理交易损失，因为即使在最优秀交易员的投资组合中，除了赚钱的交易，通常也有很多亏损的交易。关键是要在投资组合中有更多赚钱的交易，这样就可以在季度或年度的投资期限中得到盈利头寸。

交易员基本上通过购买和出售证券来赚取利润，但客户关系交易员需要另外帮助投资客户在交易中获利。如果投资银行的客户无法在交易中赢利，客户可能最终终止在这家投资银行进行交易。因此，有时交易员决定接受较低的利润率（和偶尔的损失）来方便客户的投资和促进更大的交易量。

交易员是一个需要高度分析能力的岗位，需要每天做大量决策，深入分析公开和非公开数据，从多种来源快速吸收信息。不论交易员专注于何种行业，对于全球经济、利率、货币、信用风险、估值技术甚至政治的深入理解，都是至关重要的。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

交易员的主要工作分为两种：①支持一级市场交易，其中包括直接从发行人处购买证券，并将这些证券转售以获得利润（投资银行承销收入）；②在二级市场购买和出售已发行的有价证券来赚取利润。交易员与资本市场团队密切配合（交易部和投资银行部通常联合经营），它们还配合交易部门的销售员出售证券给投资客户，提供所有由投资银行承销的或投资银行选择的在二级市场交易的证券报价。为了提供这种“做市商”服务，投资银行在证券发行已经完成后将一些证券留作库存，为投资者创造能够来反映该证券风险和流动性状况的买卖价差。它们还库存一些其他证券以促进其在二级市场中的交易。

5.1.1 证券发行定价

当交易部和资本市场团队为发行新证券定价时，他们关注同一发行人已经发行在外的证券，如果没有发行过，则关注可比发行人发行在外的证券，作为定价的参考。不同证券使用不同的定价方法：

（1）首次公开发行定价使用可比上市公司法（见第3章），但是根据行业不同，也会使用其他方法。

（2）后续发行的权益和债务，使用公司已发行证券的市场价格作为出发点来确定适当的发行价格。此外，交易员还要根据发行规模和市场动态来确定是否需要有价格折扣。

（3）可转换证券的定价主要由可转换证券估值模型确定，这个模型与可转换证券套利者使用的模型相似。

当交易员在公开发行之前与资本市场部门一起讨论定价时，交易员就被称为“越墙”。这意味着一些交易员将了解融资的重大非公开信息，他们必须将自己与该发行人已发行证券的交易隔绝开来。因此，与资本市场部门配合完成定价工作的交易员都是精挑细选出来的。合规部门勤勉监测哪些交易员拥有哪些公司的非公开信息。

当定价报给在资本市场融资的发行人时，“越墙”交易员必须做出关于价格、期限、规模和结构的风险决策。有时，与承销相关的风险非常大。例如，投资银行在没有进行路演（路演会帮助投资银行了解投资者关于定价的想法）的情况下，要求买下所有发行的证券。在这种情况下，投资银行会面临风险，投资者有可能会以低于投资银行从发行人处购买证券的价格来购买这些证券，这样的风险会给银行带来潜在损失。

在对客户的发行进行承销承诺前，投资银行的承诺委员会将确定这次包销的风险，并决定是否进行这次承销交易。在这个委员会中，“越墙”的交易员（通常是管理其他交易员而非直接从事交易的高级交易员）的态度很关键。如果他们确信公司承销会亏损或者承担了其他重大风险，很可能会反对交易。然而，如果承销费很高并且投资银行部有很强的推动力来支持这个关键客户的发行，交易员有时也会接受承销，甚至当风险被认为高于正常水平时也会如此。

投资银行必须留出监管资本，以降低承销活动带来的风险。这意味着，投资银行将一定金额的现金（数额由监管机构根据每家银行承销业务不同的风险特征确定）投资在低收益低风险的证券（通常是美国国债）上来缓冲潜在交易损失。因为现金是一种稀缺资源，同时，低收益的投资也会减少投资银行的净资产收益率，所以，承诺委员会在做决定时不仅要考虑交易本身，也要考虑支持这项交易所需要的监管资本规模。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

5.1.2 研究

交易员通过广泛的研究以深入了解所交易的证券。他们自己进行案头研究，也利用他人的公开研究成果（从内部和外部来源获得）进行研究。研究可以关注特定的证券、行业和金融产品，也可以关注综合的经济、政治或监管问题。如果投资银行希望其管理的投资组合赢利，高质量的研究是非常必要的。本书第6章中会详细介绍投资银行的研究。

5.1.3 销售

专业销售员的客户包括个人投资者和机构投资者。他们为客户提供投资或对冲建议方面的增值服务，同时也为交易员提供价格信息。当一名投资客户希望购买证券时，销售代表会报出“卖出”价格。当客户希望出售证券时，销售代表会报出“买入”价格。销售团队有帮助交易员与投资客户创造利润的双重目的，但有时很难同时满足双方的目标。出色的销售员善于管理投资的期望收益和偏差。他们知道交易员与投资者的压力点和决策优先次序，并且在交易后的一段时间内跟踪盈利和损失情况。分析能力是销售过程中的一个重要组成部分，但沟通能力也同样重要。

专业销售员也提供在研究和分析中形成的投资理念。及时提供富有独特的见解和解决方案的研究报告是销售的重要组成部分。这在复杂的投资交易中更是如此，专业销售员需要提供研究和分析来满足客户的需求。

5.2 权益交易

权益交易员的交易产品包括：普通股、普通股或股票指数的衍生品（期权、互换和期货）、可转换证券以及包括交易所交易基金（ETF）在内的各种以股份为基础的产品。以上每一类产品都有很多品种，需要很高的专业化知识。每位交易员关注有限数量的证券或衍生品。有时交易员会关注全球范围，但他们通常根据地理位置决定所关注证券的范围，因为每个国家都有独特的监管制度和证券交易规则。交易员常见关注领域有：美国科技公司、美国医疗保健公司、亚洲新兴市场股票、欧洲权益衍生品。根据投资银行的不同规模，可能会划分出几十个不同领域来让交易员负责。一般来说，每个交易员会关注20～50只证券或衍生品。

成为某个特定股票的活跃交易员有很多好处。当投资银行承揽上市公司增发的承销业务时，在该发行人的权益交易上有很大交易量可以提高投资银行的竞争力。AutEx等服务商跟踪单只股票的交易活动信息，仔细地监测相关信息，当这些数据有利于承揽业务时，它们将被写入投资银行家的业务承揽书中。在某只股票上交易活跃也会帮助投资银行更准确地定价，并提高交易相关的收入，因为更活跃的交易商会接触更多的买卖报价，更清楚这只股票的交易特点，并对当前股票持有人、他们购买这只股票的价格以及哪些投资者愿意出售股票有更深的了解。

投资银行的每个交易领域都会配有一个销售团队，以便于和投资客户的交易。交易员还与权益资本市场团队密切合作，以确定投资银行承销的新发行权益和可转换证券的价格。

权益交易和投资客户之间的关系是复杂的。投资银行方面涉及交易员、销售交易员、研究销

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

售员和研究员。客户方面（以机构客户为例）涉及投资组合经理、机构交易员和操作人员（见图5-1）。除了方便投资客户买卖证券，权益交易还为客户提供其他服务，包括融资、对冲、避税方案、监管解决方案、融券和开发交易平台等。

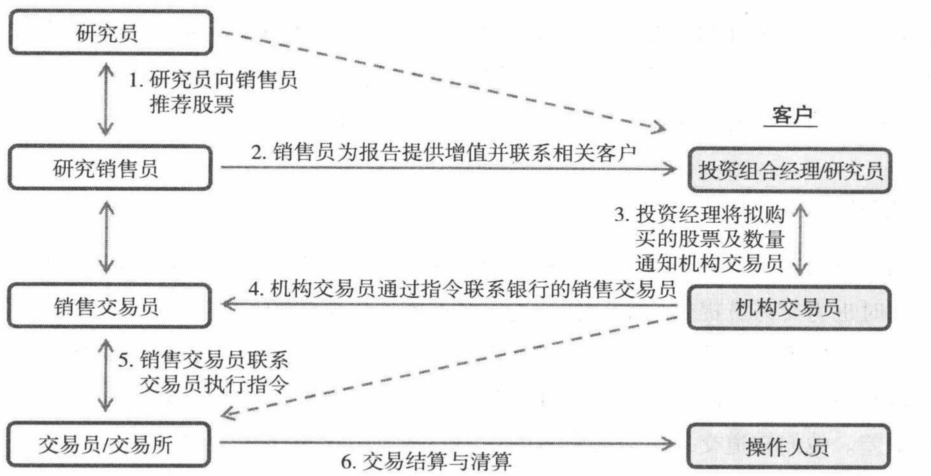


图 5-1 权益交易

资料来源：Morgan Stanley.

大宗经纪

大宗经纪业务归属于交易部门，主要是向对冲基金及其他客户提供投资支持而出借证券或现金。此外，为投资客户提供的其他服务包括：交易清算、托管和结算、房地产和计算机服务、业绩衡量与报告。这些产品和服务，可以为有些投资银行带来数十亿美元的年收入。

对冲基金有时借入证券进行卖空交易（卖空是指出售借来的证券，并有义务以后在市场上购入证券还给出借人）。根据对冲基金的不同投资策略，卖空可以对证券的价格下行风险提供保护（对冲）或对证券价格下跌进行投机。对冲基金向投资银行借入现金（称为“保证金贷款”）时需要用证券作为抵押品。如果抵押品价值随着时间不断下跌，投资银行将发出追加保证金通知，使得贷款得到部分偿还。有时，这会造成被迫出售证券来筹集资金，造成对冲基金潜在损失。如果收益是正的，借入现金可以使对冲基金从投资交易中获取更高的收益。相反，如果收益是负的，借入现金（杠杆的作用）将造成更大的损失。

对于大型投资银行而言，大宗经纪业务是非常有利可图的业务。如果加上从对冲基金挣得的佣金，对许多大型投资银行的交易部门而言，对冲基金显然是投资银行客户相关收入最大的来源。一些非对冲基金的机构投资者也从投资银行的大宗经纪部门借入证券和现金，但与对冲基金相比其总量要小很多。

1. 融券

许多大型机构投资者拥有大量股票，他们希望长期持有。这些投资者往往愿意把他们的股票借给投资银行，投资银行再转借给第三方以收取费用（所得由出借人和投资银行分成）。出借人收取现金作为他们出借股票的抵押品，抵押金根据股票的盯市价值进行每日调整。抵押金通常超

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

过出借股票价值的2% ~5%。出借人以接近或明显低于市场利率来支付抵押金的利息，具体利率取决于所出借股票的供给与需求情况。例如，如果市场隔夜无风险拆借利率为年化4%，并且对某股票的借入需求较少，出借人支付给融券者的抵押金利率可能为年化3.5%。然而，如果对股票的需求超过了可出借股票的供给，支付的利率可能就是年化2%。由股票出借人向融券者所支付的抵押金利息，被称为“折扣”。

例如，如果一个投资人以100美元价格出借4 000股IBM公司股票（价值为400 000美元），融券者可能会被要求在融券时支付给股票出借人416 000美元的现金作为抵押。如果期限为1个月，416 000美元的现金抵押按照4%的年利率计算获得的市场利息为1 387美元。由于IBM公司股票很容易借到，股票出借人可能会支付融券者一个年利率3.5%的折扣，即1 213美元。股票出借人获得了50个基点的利差，也就是市场利率与向融券者支付的折扣比率之间174美元的差价，其中要付给促成交易的投资银行一部分。折扣利率越低，融券者的实际成本越高。

有些情境下，股票很难被借入，比如，需求超过供给；很大比例的股票由内部人士持有，而这些人被限制借出股票；股票出借人在第二天卖出股票而非借出股票；持有股票的投资人担心过多卖空会对股票的价格有潜在的负面影响。

卖空活动是全球资本市场的一个重要组成部分。对冲基金是卖空活动的最大参与者，因此也是投资银行融券业务的最重要客户。投资银行与绝大部分大型机构投资客户和一些大的个人投资客户建立了证券借用安排。证券借用安排通常基于隔夜贷款，尽管在不同的折扣率下也可能被延续出借数周甚至数月。许多投资者愿意出借他们的部分证券以获得收入，这种收入提高了他们持有证券的收益。对一些大型机构投资者来说，这笔收入可能高达为每年数亿美元。

当股票被出借时，股票的所有权被转移到卖空的借入方手中。这就意味着卖空股票的买家如果持有股票到“股权登记日”那一天，便能够得到股息，并且在举行股东会时有投票权。绝大多数情况下，股票出借协议约定，无论被卖空股票的买家何时收到股息，借入方（和卖空者）必须付给出借人与股息等额的现金。

迄今为止，最大的卖空活动是由想要规避股票价格下行风险（对冲所持有股票多头或可转换证券）的投资者操作的。卖空的另一个主要原因是投资者看跌该股票，寄希望于今天以较高的价格卖出，并在股价下跌时低价买进，从而获利。股票是可替代品（完全可互换），这使得融券者可以用从公开市场上购得的不同（但等值）股票来还给出借人。

有时，投资者会跳过“借入股票”这一步骤就卖空股票，这被称为“裸卖空”。如果这种卖空活动是为了避免结算失败，便是合法的裸卖空。比如，当投资者同意卖股票但在交割日没有把股票给买家时，如果此时买家已经卖掉本应在结算日收到的股票，买家可能需要卖空股票以避免结算失败（以及相应的成本和罚金）。对于合法的裸卖空及不合法的裸卖空（没有借入股票就卖掉，并且没有合法结算事宜）有大量的法规分析。专栏5-1讨论了卖空的历史及监管变化。

专栏5-1 卖 空

在股票卖空中，交易者借入股票并卖掉。如果股票下跌，卖空方可以从公开市场低价买入股票来偿还，从中赚取差价。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

近年来，政府当局试图限制卖空行为。尽管卖空是合法的交易策略，并能够防止“非理性繁荣”和泡沫，但美国证券交易委员会一直对卖空施加压力，担心这些交易伴随着虚假传言会对金融系统产生消极影响。

2008年9月，美国证券交易委员会发布了一项紧急法令，限制对房利美、房地美等19家金融机构股票的卖空。这项禁令接下来扩展到其他金融机构的股票。这项法令试图同时阻止卖空和“非法裸卖空操纵”。裸卖空是指在没有借入股票时就卖空该股票。历史上，卖空者寻找目标股票并卖空，但并不一定要同股票出借者签订合约。此外，同一批股票有时可以出借给一个以上的交易者，这就使空头影响成倍扩大。然而，这项法令要求卖空者必须与股票出借者签订合约。

2009年7月，美国证券交易委员会将这项紧急法令变为永久法令，要求交易者在4天内完成卖空交易，并要求交易所在1个月内将涉及卖空的交易信息公布，包括明确的期限和空头头寸。

卖空的股票会产生空头净额，交易所会对此做出记录。空头净额比率是指上市公司股票被卖空的数量除以每日平均交易量。有时股票卖空与公众持股量（持股比例超过5%的股东或公司高管和内部人员以外的人持有的股票）的关系也很重要。高空头净额比率意味着该股票处于熊市期。然而，这也可能会有误导性，因为有些公司报告的空头净额中很大一部分与对冲基金购买的可转换证券有关。在这种情况下，对冲基金卖空与这些可转换证券对应的股票是为了对冲该股票的价格风险。因此这种卖空并不是熊市的表现。为此，准确理解空头净额比率必须考虑已发行可转换证券的影响。关于可转换证券及与之相关卖空活动的详细讨论见第9章。

2. 保证金融资

当投资者借入现金购买证券并且把证券（或者其他被认可的资产）当作抵押品时，即在进行保证金购买。当投资者增加投资杠杆时，投资银行便为这些投资客户安排保证金账户。被抵押证券的价值是每日盯市计算的，并且投资者必须维持事先约定的贷款价值比率。如果抵押品的价值下跌，投资人会被要求增加额外现金或抵押品。投资银行要求增加额外现金或抵押品的行为被称为“追加保证金”。2006～2008年，投资银行要求对冲基金的追加保证金曾是一些对冲基金崩盘的诱因，由于对冲基金被迫迅速抛售其部分或全部投资组合，也进一步提高了市场的波动性。专栏5-2是大型对冲基金培洛顿在投资银行追加保证金后关闭了的案例，也可参见案例：“两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿”。

专栏5-2　　大宗经纪商要求对冲基金追加保证金

经过多年的强劲增长和超额收益后，2007～2008年的信贷危机期间，对冲基金经历了自1998年长期资本管理公司倒闭以来的最严重危机。对冲基金依靠投资银行的大宗经纪业务来结清交易，维护资产，以及对它们的投资策略来说可能最重要的作用——提供杠杆。对冲基金利用承担债务来提高资产收益率和实现某些投资策略。

然而，对于在2007年及2008年拥有住房抵押贷款支持证券和担保债务凭证的对冲基金而言，杠杆被证明是它们衰落的根源。房价急剧下跌降低了这些证券的抵押品的价值，导致大宗经纪商要求追加抵押品。结果许多基金被迫出售资产来满足追加保证金要求。一些基

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

金，如凯雷资本和培洛顿，因为无法满足追加保证金要求被迫减价出售其所持有的证券。

虽说巨大的杠杆率和对房价不合时宜的赌博是大多数对冲基金陷入灾难的元凶，但投资银行的巨大次贷损失也在不少对冲基金的倒闭中起了一定作用。随着利润被资产减记所冲销，投资银行的大宗经纪业务对信用操作越来越保守，甚至给他们最好客户的自由度也很小。

由两个前高盛合伙人于2005年创办的总部位于伦敦的对冲基金培洛顿，就是一个由于其大宗经纪商追加保证金而倒下的突出的例子。2007年，培洛顿的基金宣布通过卖空BB级次级住房抵押贷款支持证券，买入AAA级债券，获得了87%的收益率。然而，2008年1月，培洛顿认为次级证券跌得有点过多了，决定采取相反策略。随着次级证券价值因为违约率增加和房价下跌而进一步下跌，培洛顿的损失相当大，以至于银行需要其迅速追加现金。由于不能满足这一要求，培洛顿关闭了基金，暂停客户赎回，最终导致了高达几十亿美元的损失。这家伦敦领军式对冲基金的倒闭，很好地说明了当大宗经纪商追加保证金时基金崩盘之快。

5.3 FICC 交易

FICC通常关注利率产品、信用产品和大宗商品。这三个领域的交易员从事着许多不同类型的业务，每个业务类型都有专门的销售和研究团队。FICC曾是大多数大型投资银行最有利可图的部门，但在2007～2008年也遭受了巨大损失。

5.3.1 利率产品

在大多数投资银行，利率产品包括：外汇（因为货币汇率不可避免地与不同国家的利率联系在一起）；在美国、英国、德国、法国、日本交易的政府债券以及其他政府、机构的债券和票据；利率衍生品（包括互换、期货和期权）。

货币

货币交易是当今世界上最大也是流动性最高的交易市场，每天约有超过4万亿美元的交易量。货币交易也通常用外汇交易来指代。每种货币与其他货币都有相对价值。旅游者在国外购物以及进出口产品买卖导致了现金在不同国家间兑换，货币价值也随之不断波动。当投资者预期某种货币会坚挺或疲软时，他们便买入或卖出该种货币来获得收益。

外汇市场包括即时外汇交易（用一种货币购买另一种货币并立刻交付）、外汇远期交易（交易双方约定在未来某一时刻以约定价格交易）和外汇互换交易（以某一价格在一段时间内多次交换两种货币）。

5.3.2 信用产品

信用产品包括企业债券（投资级债券、高收益债券和不良债务证券）、住房抵押贷款支持证券、资产支持证券（信用卡应收款、汽车贷款、电脑租赁、贸易应收款、设备租赁等）、结构化信用和信用衍生品（包括互换、期货和期权）。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

1. 结构化信用

结构化信用业务主要集中在与债券（担保债务凭证）和贷款（担保贷款凭证）相关的担保债务凭证。担保债务凭证是投资银行发行的、以一系列非投资级债券组成的资产池作为支持的债务证券。因为该资产池包括了一系列多样化的资产，信用评级机构对这些担保债务凭证中的一部分给出了“投资级”的评级。在担保债务凭证中，会成立一个特殊目的信托来购买非投资级债券，然后该信托向投资者发行三个或者更多档级的债券（每个档级都有不同的信用评级），投资者将得到比相同投资评级债券稍高的票面利息。担保贷款凭证与担保债务凭证相似，只是作为证券支持的资产池是由低级别贷款而非债券组成。图 5-2 和图 5-3 提供了更多关于担保债务凭证及投资人收益的信息。

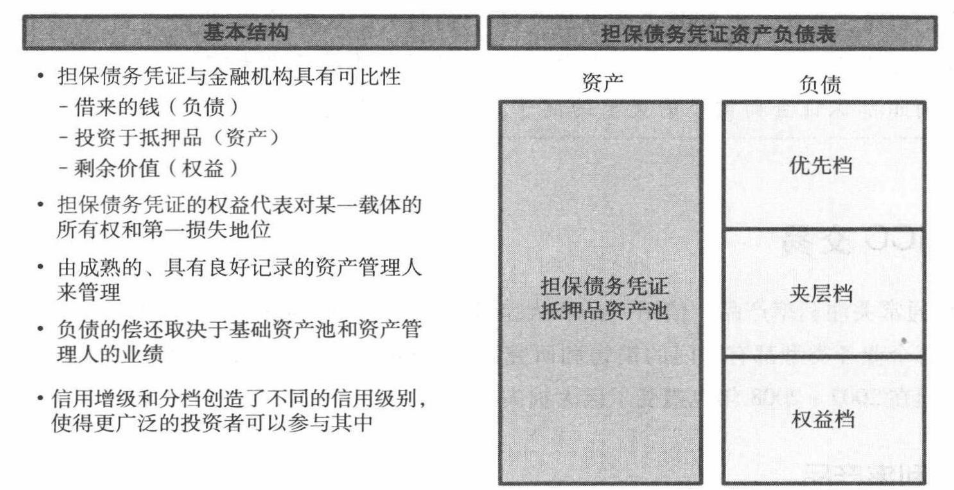


图 5-2　担保债务凭证

2007 年和 2008 年，投资银行受到 2007 年年中开始的信贷危机影响在结构化信用产品头寸上产生了重大的损失。担保债务凭证投资组合中多样化投资的作用被证明远远小于评级机构和投资者的预期。基于商业和个人住房抵押贷款支持证券的损失估计，金融机构在 2008 年年底与这些产品有关的损失将近 1 万亿美元。

住房抵押贷款支持证券是基础资产（抵押品）为住房抵押贷款的债务凭证。住房抵押贷款支持证券从贷款发起人（如银行和住房抵押贷款公司等）处购买贷款组成资产池，然后把证券卖给投资者，投资者对贷款池中借款人偿还的利息和本金拥有索取权。住房抵押贷款支持证券的发行人包括：美国政府支持机构房利美（联邦国民抵押贷款协会）和房地美（联邦住房抵押贷款公司）、美国政府机构吉利美（政府国民抵押贷款协会），以及一些私人机构如银行和经纪机构。

从历史看，许多住房抵押贷款支持证券被用来创造担保债务凭证，许多住房抵押贷款支持证券相关的担保债务凭证买家（和承保人）是金融机构。它们认为这些证券是风险很低的投资（特别是 AAA 评级的优先级债券），但与 AAA 债券相比却有稍高的收益率。不幸的是，直到 2008 年，大多数金融机构低估了这些证券的风险，忽视了房地产泡沫。许多证券发行人、评级机构和投资者所利用的统计模型没有考虑到全国范围房价显著下降的可能性。由于这些产品领域的巨额损

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

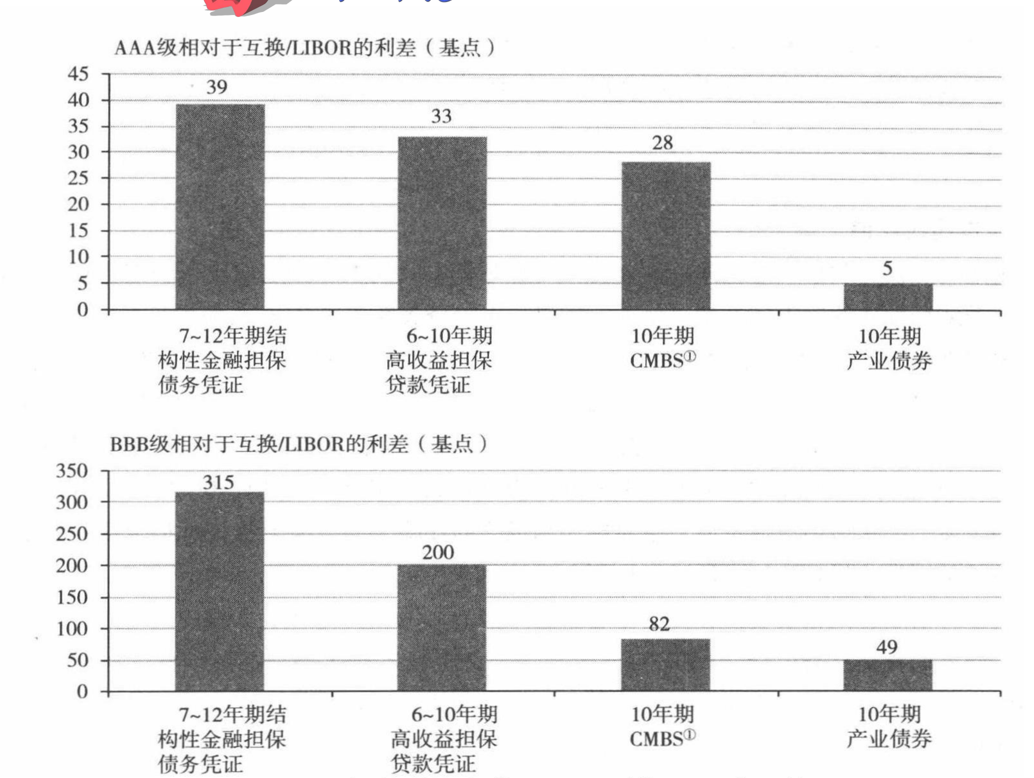


图5-3 担保债务凭证提供了相对于同等评级证券的利差

① 商业住房抵押贷款支持证券。

资料来源：J. P. Morgan US Fixed Income Markets 2005 Outlook. Spreads data as of November 18，2004.

失，以及用于支持私募股权投资交易的贷款造成的损失，2007年和2008年，数量空前的投资银行高级主管被迫辞职。专栏5-3讲述了美林在担保债务凭证投资方面的激进做法，造成了巨大的资产减记，并最终导致被出售给美国银行。

专栏5-3 美 林

2008年7月，美林在严重亏损的价格上同意出售超过300亿美元“有毒”的住房抵押贷款类担保债务凭证，希望清除解决这个经纪商巨头的资产负债表问题。出售对象为孤星，一家私募股权投资机构的附属机构，孤星支付了67亿美元，相当于为每1美元账面资产支付22美分。这造成了美林57亿美元的资产减记。

美林的举动可以看作是在过去12个月中超过460亿美元的资产减记后遏制损失的努力。面对资产负债表中的损失，美林新发行了85亿美元普通股，稀释了现有股东约38%的权益。

美林持有的许多担保债务凭证被视为非常有可能违约，会丧失本金的一部分甚至绝大部分。美林2007年承销的总额达320亿美元的30只担保债务凭证中，27只的评级已经从AAA级下调到“垃圾”级。

美林受这次住房抵押贷款危机的打击非常严重，主要是因为在住房抵押贷款支持证券市场崩溃前不久下了很大的赌注。2007年，负责监督这些赌注的公司首席执行官斯坦利·奥尼尔被迫下台，被约翰·塞恩所取代。约翰·塞恩之前是高盛住房抵押贷款和担保债务凭证的

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

交易员，后来负责纽约证券交易所。

尽管引入了新的风险控制系统和新的管理团队，塞恩依然无法把美林带出困境。2008 年9月，持续不断的麻烦导致美林以不到该公司15 个月前价值一半的价格出售给美国银行。

2. 信用违约互换

信用违约互换（CDS）是这样一种合约：交易对手中的其中一方定期支付一定款项，以获取在基础证券或贷款违约时得到补偿。例如，如果一个投资者购买了 ABC 公司发行的 1 亿美元 5 年期债券中的 1 000 万美元债券，然后决定签订一个名义金额为 1 000 万美元的 ABC 公司债券的信用违约互换，以防范投资风险。然后每年支付 1 000 万美元的 2%，以获取 ABC 公司债券违约时用违约债券交换 1 000 万美元的权利。收取年度费用的一方为信用保护的卖方；缴纳费用的一方为信用保护的买方。信用违约互换的现金流并不直接涉及 ABC 公司，但 ABC 公司债券是信用违约互换的主体。信用违约互换本质上是对冲违约风险的保险合同。因为签订这类合约并不要求拥有真实的基础证券或贷款，许多信用保护买方纯粹出于投机目的。

历史上，信用违约互换交易在美国不受监管，因为美国证券交易委员会认定信用违约互换不是证券，商品期货交易委员会（CFTC）认定信用违约互换不是大宗商品。因此，对不受监管的信用违约互换风险头寸的忧虑多年来不断加深。截至 2008 年年底，信用违约互换合约的总名义价值估计超过 50 万亿美元（虽然其中大多数值可抵消交易），这些合约与世界各地超过 3 000 家公司的债券和贷款相关。

信用违约互换市场由于其规模庞大、监管缺乏以及可能允许内幕交易活动而受到了监管。下面的例子可以证明信用违约互换市场存在内幕交易活动：有时，在公司宣布被一家私募股权投资基金收购之前几周，信用违约互换的价格就会显著上涨。在一个杠杆收购完成后，目标公司的信用评级普遍恶化，因为收购资金中的很大一部分是通过提高目标公司资产负债表的杠杆来融资的。由于这增加了目标公司发行在外债券的风险，从而提高了公司债券的信用违约互换价格。2007 年和 2008 年，在宣布被私募股权投资基金收购之前，目标公司的信用违约互换价格已经大幅上涨，这表明信用违约互换的买方在收购被宣布之前已经得到了消息。投机者在公告之前购买私募股权投资基金拟收购公司的信用违约互换，在公告宣布之后卖出信用违约互换，从而创造了可观的盈利。在被高度监管的股票市场上，这种内幕交易行为可能会被发现并起诉，但信用违约互换市场的监管并不严格。

一个与信用违约互换相关的标志性灾难发生在 2008 年年末。美国国际集团（AIG），曾经是全球最大、最强的保险公司之一，不得不申请美国政府救助。作为信用保护的卖方，美国国际集团持有约 5 000 亿美元的信用违约互换名义头寸。房地产市场崩溃后，作为住房抵押贷款支持证券投资组合的信用保护卖方，美国国际集团的资本储备减少了，并失去了 AAA 的信用评级。评级下调，使得美国国际集团需要给信用违约互换交易对手增加数百亿美元的抵押品。美国国际集团无法提供所需的抵押品，为了避免它破产，美国政府于 2008 年年底向美国国际集团提供了 850 亿美元的紧急贷款。截至 2009 年 6 月，提供给美国国际集团的各种紧急救助资金的总规模超过了 1 800 亿美元。

针对缺乏监管的信用违约互换市场的担忧，洲际交易所（一家电子交易所的运营者）在

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

2009 年 3 月设立了第一个信用违约互换集中清算室。通过将信用违约互换交易转移到集中清算室，增加交易透明度，降低交易对手风险。

3. 银行贷款

为全面满足特定客户的融资目标，除了帮助他们进行资本市场融资，投资银行有时还会给高信用等级的客户提供银行贷款，给拥有低信用等级的客户提供杠杆贷款。2002～2008 年，杠杆贷款业务最大的一块是与私募股权投资收购相关的贷款。私募股权投资机构是投资银行部最重要的客户，它们给银行带来了权益承销、债务承销和并购顾问业务。根据以往的承销、投资和交易经历，如果有其他赢利机会，交易部就会与投资银行部合作，为重要客户提供贷款。

杠杆收购需要大额的债务融资。投资银行会通过承销债券或者银团贷款的方式帮助私募股权投资机构满足其巨大的债务融资需求。在银团贷款中，投资银行会将自己手中 90% 的贷款转卖给其他银行、对冲基金和其他投资者。从历史看，银行都会向这些私募股权投资机构承诺“尽最大努力”来帮助融资，但是它们从来不会给出任何一个绝对的承诺。2006 年和 2007 年上半年，私募股权投资机构说服了投资银行为其提供具有约束力的承诺：如果债券和银团贷款市场的参加者不愿意购买这些融资债务，投资银行需要给他们提供充足的资金。当其他贷款人和投资者不愿购买债务时，这显然给投资银行的贷款资金带来了巨大的损失，并造成意想不到的信贷风险头寸。截至 2007 年年底，私募股权投资相关贷款超过 4 000 亿美元，当投资银行最终将这些贷款以低于 70% 的价格出售给其他投资者时，承受了巨大的资产减记损失。

5.3.3 大宗商品

投资银行交易的大宗商品合约主要涉及能源（电力、天然气、石油）和金属（贵金属和基本金属）等领域。一些投资银行也会交易实物商品，甚至拥有自己的能源生产设施。客户购买和出售大宗商品金融合约来对冲业务经营中产生的风险（这些客户包括航空公司、经销商、工业公司、生产商、炼油商、航运公司等），有些客户也将这些投资作为其投资组合的一部分（这些客户包括基金和高净值个人）。

5.4 做市

大型投资银行以客户为中心的交易活动通常被称为做市。意思就是银行愿意在客户请求的任何时候“制造一个市场”。换句话说，银行会在任何时间为客户在许多证券或衍生品上报一个买价或一个卖价（或两者同时）。

如果客户希望购买证券或衍生品，银行就将它卖给客户；如果客户希望出售，银行就将随时准备购买。银行愿意购买的价格和愿意出售的价格之间的差额被称为“买卖价差”。

做市通过不断地以买价买入证券，然后再以较高卖价卖出证券，来获得买卖价差。然而，为了获取买卖价差，做市商必须承担风险。证券或衍生品的种类、持有风险头寸的期限、证券或衍生品的流动性等因素的变动，决定了风险性质的巨大差别。一般而言，流动性好、不太复杂的产品买卖价差比较小。专栏 5-4 和专栏 5-5 是做市业务的例子。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏5-4 做市案例1——理想的情况：无风险和主动提供的交易

在高收益债券交易部门，一个销售员接起电话，听到了养老金经理熟悉的声音。这位客户说她想出售1 000万美元ABC公司的债券，这些债券到期日是2020年6月，票面利率为8%。（如果销售员和该客户关系好的话，他或许可以得到更多的信息，比如该客户为什么想卖掉这些债券，卖掉的是她持有这家公司的所有债券还是一部分债券，以及对于这个公司和行业的宏观看法。）同时，一位来自保险公司的债券投资经理打电话给另一个销售员，说他想通过购买票面利率为8%的ABC公司债券来增加他的仓位，要求销售员帮他购买1 000万美元的此类债券。

这两个销售员都会告诉他们的客户，他们会很快确认价格，然后给予回复。接下来，销售员会将这两个交易转给负责这些高收益债券的交易员。这些债券一周通常只会交易几次，使得交易波动较大。尽管缺乏流动性，交易员每天都会关注这些债券，跟踪市场上所有与这些债券相关的交易，并在当前国债收益率的基础上（国债收益率决定着不同期限的无风险利率），在一天内多次调整这个债券的买入价和卖出价。有关行业或公司最近的新闻，都会使高收益债券的价格不断调整。

根据以上这些信息，交易员会让销售员转告养老金买入价为面值的91.25%，转告保险公司卖出价为面值的91.75%。这两个销售员会分别将价格报给他们的客户，客户立即同意了销售员报给他们的交易价格。

银行会以面值91.25%的价格买入1 000万美元的债券，同时会以面值91.75%的价格卖出同样的债券，这两个销售员和一个交易员就为银行轻松地赚了5万美元利润，没有承担任何风险。

这个例子的三个重要注释：

（1）这起交易恰好是无风险的，然而银行为了获得这笔业务，事实上承担了一定风险。试想，所有客户都是在债券市场上追逐利益，与银行不同的是，他们没有义务必须参与这场预期的交易。事实上，任何客户在听到报价之后都有可能改变原先的主意，或者他们可能已经给三家投资银行打过电话以确保能够以最好价格完成交易。如果这个例子中的投资银行较其他两家银行给了养老金最好的买入价，但没有给保险公司最好的卖出价，这就相当于在没有对冲的情况下，以912.5万美元买下了1 000万美元的债券。在这种情况下，银行没有锁定利润。同时，在将这些债券卖给另一个客户之前，银行承担着债券价格下跌的风险，甚至还存在更为严重的发行人破产的可能性。

（2）这种无风险地获得高利润是很少见的。对于买卖价差为0.50%或者更高的低流动性证券，同时接到主动提供的彼此冲销的订单机会很小。高流动性债券（此类债券客户有时会有彼此冲销的指令同时传来）的买卖价差往往较低。

（3）客户有时不愿意告诉银行，他们在做什么。在许多情况下，他们会同时询问买入价和卖出价，这导致银行不知道客户到底是计划购买还是出售。在这种情形下，交易员将不能确定他在最坏的情况下（如果最终客户都是买家或卖家的话）将承担1 000万美元债券的多头或空头，或2 000万美元债券的多头或空头。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 5-5

做市案例 2——股票大宗交易

一位共同基金交易员在上午 10:45 给投资银行的销售员打电话，说要卖出 50 万股 XYZ 公司的股票，要求这家银行在 11:00 时提交报价。销售员和客户达成共识，基金必须要在获得报价后 2 分钟内确认是否成交。

销售员走到负责 XYZ 股票的交易员面前，和他一起商议这单交易。XYZ 股票日均交易 125 万股，所以这单交易意味着这只股票 40% 的日均交易量。共同基金通常以市场价格买入和卖出股票，支付很少的佣金，这只基金希望以一个确定的价格卖出自己持有的这只股票的所有头寸，将风险转嫁给投资银行。

这只股票当前的交易价格为每股 60 美元，所以银行买入 50 万股需要承担 3 000 万美元的风险头寸。交易员和销售员审查了这只股票的股东名单，调阅了客户最近买卖这只股票的记录，并询问其他销售员他们的客户关于这只股票的定性意见，他们认为客户会对以较小折扣大量买入这只股票感兴趣。团队还查看了研究这只股票的研究员是如何评价这只股票的。在与交易部门负责人和市场风险控制人员交流之后，他们查看了这只股票最近的价格波动以及波动的原因，同时还研究了股票市场总体的波动情况。

在分析了所有相关风险后，10:59，交易员同意以每股 59.30 美元的价格购买 50 万股股票。这意味着相比于目前市场 60 美元股价，银行获得了 1.17% 的折扣。

销售员给客户打电话提交了这个报价。客户让销售员等了 30 秒钟，然后回来说道："成交。我同意以每股 59.30 美元的价格卖给你 50 万股股票。"

交易员和销售员把这单交易的情况告诉其他销售员，需要他们一起出售买来的股票。他们一起制定策略，这个策略包括给什么样的客户打销售电话，以及卖出这只股票的最低价位。出于风险考虑，销售员可能会决定给少数值得信赖的客户打电话，并尽可能控制这个信息流入市场。

销售员告诉投资者他们正在出售 XYZ 公司股票，没有提及确切的数额，并可以以每股 59.60 美元的价格卖给投资者，每个投资者可以买入 2.5 万股甚至更多的股票。

两个投资者分别表示有兴趣购买 15 万股，银行得以以每股 59.60 美元的价格出售 30 万股。银行从这两笔股票交易中，获得 9 万美元的利润。

交易员决定，与其让销售员给不太值得信任的客户打电话卖出股票，不如自己将余下的 20 万股股票在市场中卖掉。交易员应用程序化的交易软件，设置了卖出这 20 万股股票的指令，这批占市场交易量 25% 的股票逐渐进入市场交易。该软件每分钟都会卖出几百股股票，设置这样的交易方式是试图与这 25% 的交易量的交易频率和规模匹配。

股价开始迅速下跌。截至上午 11:30，股票的价格为每股 59 美元，在这个价位保持到这个交易日结束。交易员在股市收盘前卖出所有剩余的股票。经过计算，没有通过销售员卖给客户的 20 万股股票的平均出售价格为每股 59.08 美元。这意味着这些剩余的股票给银行带来了 4.4 万美元的损失，同时也意味着，在整个交易中银行获得 4.6 万美元的利润。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

5.5 自营交易

自营交易员是非客户交易员，为投资银行自己的利润而交易。他们没有责任来平衡客户利益和投资银行利益，因此可以被视为这些客户的竞争对手。在有些投资银行中，他们是该银行专业销售员的客户，以及销售团队最重要的客户之一。在另一些投资银行中，内部销售是受到限制的。甚至当自营交易员被允许与他们自己的机构进行交易时，也总是与包括竞争对手在内的其他机构进行交易，并总是执行能够实现最大利润和承担最小风险的交易。

自营交易员从事利率和信用产品、住房抵押贷款类证券和贷款产品，以及各种资产支持证券的交易。他们还从事大宗商品、货币以及相关衍生品交易。在权益市场，他们交易所有形式的权益及权益类产品，包括衍生品。他们的交易头寸可以是多头也可以是空头，在许多情况下，利用其头寸作为抵押来进行借贷，进行杠杆交易。

自营交易员自己做研究，同时也参考别人的研究。他们建立模型追踪信贷市场、监管和法律动态、会计和税务动态、市场异动和经济事件。他们的模型试图预测均值回归，或历史上市场崩溃和其他现象的关系。

自营业务基本类似于对冲基金业务。因此，投资银行成为对冲基金的重要竞争对手，而对冲基金是投资银行客户交易的最重要客户。这有时会造成利益冲突，因此一些对冲基金会限制与拥有庞大自营业务的投资银行进行交易。

2002～2007 年，自营交易是高盛的交易与直接投资部最赚钱的业务。尽管他们的财务并不将客户交易收入与自营交易收入分开。2007 年，高盛自营业务的收入和利润很可能比奥奇－齐夫资本管理公司还多，奥奇－齐夫资本管理公司是被公开报道的美国最大的对冲基金，同时也是世界上最大的对冲基金之一（见表 5-1）。

表 5-1 高盛和奥奇－齐夫资本管理公司 （单位：100 万美元）

	净收入		运营成本		税前利润	
	2008	2007	2008	2007	2008	2007
高盛交易与直接投资部	9 063	31 266	11 808	17 998	(2 745)	13 228
奥奇－齐夫资本管理公司	587	1 126	271	307	316	818

① 以上经济数据可用于这两年两家公司的横向比较。2007 年，奥奇－齐夫资本管理公司在运营方面进行了重大重组，因此 2007～2008 年公认会计准则（GAAP）会计数据的变化不具有可比性。

资料来源：Respective 2008 10-K filings.

在 2007 年夏天的信贷危机之前，自营部门在许多投资银行中都是一个非常赢利的业务部门。自营交易员往往是投资银行里收入最高的群体。他们的风险头寸有时会引起非常大的未预期收益或损失，特别是在市场波动很大时。在许多情况下，这些风险头寸的杠杆极高，这导致了更大的收益或损失（取决于这些头寸相对于市场变动正确与否）。由于巨大的交易亏损和信贷危机所产生的极端市场动荡，一些投资银行降低了它们的风险容忍度和杠杆率，削减了自营业务。包括摩根士丹利、瑞信、瑞银和德意志银行在内的许多投资银行在 2008 年宣布，会减少或重组其自营业务。虽然自营部门仍然是许多大型投资银行的一个重要部门，但总体而言，风险头寸以及用来支持这些头寸的公司层面的杠杆率已经大幅降低。因此，自营部门的赢利能力也被削弱了，对冲基金因为竞争的减少而受益。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

5.6 风险监测和控制

投资银行设立风险委员会来审查交易部门的交易活动，批准新的业务和产品，批准市场风险限额和信用风险限额。投资银行同时设立资本委员会，负责审查和批准公司资本支持的信贷扩张、债券承销、权益承销、困境债务收购以及直接投资活动。此外，投资银行通常设有风险监控委员会，关注结构化产品、新产品、操作风险、信贷政策和业务运营等。

5.7 风险价值

风险价值（VaR）是衡量投资银行交易风险的一个重要工具。风险价值是在一定的置信度和期限内，由于不利的市场变动造成交易头寸的可能损失。在通常情况下，投资银行用1天的期限和95%的置信度报告风险价值。这意味着，有5%的概率使得每日交易净收入与预期收入的差额至少和报告的风险价值一样大。换句话说，如果假设平均每个月有20个交易日，那么平均每个月中会有1天，使得当天可能的交易净收入的预期差额大于报告的风险价值。

风险价值通常用历史数据来计算，并对越近的数据赋予越大的权重。但风险价值有一个内在的局限：历史的市场风险变化的分布可能无法准确预测未来的市场风险。此外，一天以上的风险价值不能完全代表那些在一天之内无法被清偿的头寸的市场风险。

下面的例子可以很好地解释什么是风险价值。如果一个投资银行报告某笔利率交易业务的风险价值为5 000万美元，这意味着，在正常的交易条件下，银行有95%的信心，使得利率产品投资组合的单日价值变化所造成的损失不会超过5 000万美元。专栏5-6总结了一些投资银行所报告的风险价值。

专栏5-6　　日均风险价值

风险价值衡量了在正常市场条件下，在给定置信度上，一定期限内可能受到的最大损失。

用风险价值的术语来讲，假设在1%的显著性水平下（即99%的置信度下），某投资组合的日均风险价值为100万美元。这就是说，在正常的市场条件下只有1%的可能性，使得该投资组合的损失超过100万美元。

2008年日均风险价值　　（单位：100万美元）

高盛①	180	瑞信③④	164
摩根士丹利①	115	瑞银③④	123
摩根大通②	202	德意志银行③⑤	179
花旗集团③	292	美国银行③	111

①95%的置信度下计算。
②95%的置信度下计算，6个月期限，终止日为2008年12月31日。（在2008年第三季度，摩根大通将99%的置信度变为95%。）
③在99%的置信度下计算。
④以2008年瑞士法郎兑美元汇率为0.93计算。
⑤以2008年欧元兑美元汇率为1.47计算。
资料来源：Respective 2008 10-K filings.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

习题

1. 何种情况下，投资银行可能拒绝参与包销业务，为什么？
2. 专业销售员、交易员和研究员是如何合作的？
3. 请描述什么是大宗经纪业务，并描述这个领域的四种基本产品，以及该业务所针对的金融机构的通用名称。
4. 请解释交易员的“做市”职能。
5. 为什么潜在发行人愿意聘请已在该证券上有活跃交易活动的投资银行为承销商？
6. FICC 是投资银行的主要部门之一。FICC 代表什么部门？从盈利的角度来讲，与其他部门相比这个部门的排名怎样？（不考虑 2007～2008 年的特殊情况。）2007～2008 年发生了什么事情？FICC 部门中的哪一个子部门应当对这一结果负责？
7. 下面哪一只股票的折扣率可能更低，为什么？一只股票的发行人已经发行了大量数额的可转换证券；另一只股票的发行人没有发行可转换证券，最近也没有大的持股变动消息。
8. 当 ABC 公司的股价为 50 美元时，某投资者借入了 10 000 股的 ABC 股票。这一交易需要 102% 的现金抵押。抵押金的市场利率为 4.0%。ABC 股票的折扣率为 2.5%。请计算股票出借人与投资银行能赚到的总利润。
9. 假设 XYZ 公司的股票日均交易量为 100 万股，空头净额比率为 3.0。当前发行在外可转换证券的价值为 1 亿美元，可以转换为 400 万股股票。当前可转换证券的对冲比率为 55%，即对冲基金卖空了 55% 的以该股票为标的的可转换证券。假设该可转换证券的所有投资者均为对冲基金。基于以上信息，请估计能够更好反映该股票熊市预期的调整后的空头净额比率。
10. 请解释，为什么担保债务凭证其中的一部分基础证券为“非投资级”时，该担保债务凭证的高级档债券依然可以获得“投资级”的评级。
11. 美国本土的一家国内航空公司与法国飞机制造商空中客车签订了价值 100 亿美元的订单，4 年后交付，并根据完成比例分期付款。美国航空公司预期在付款期限内，欧元将升值（相对于美元）。美国航空公司应该与投资银行进行怎样的交易来对冲这批订单带来的货币风险？
12. 风险价值代表什么？它的定义是什么？为什么它对投资银行来说十分重要？对于风险价值的批评有哪些？

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第6章 资产管理、财富管理和研究

6.1 资产管理

资产管理是指为个人、家庭和机构提供的专业投资管理，包括股票、债券、可转换证券、另类资产（如对冲基金、私募股权投资基金和房地产）、大宗商品、上述资产的指数以及货币市场的投资。资产管理人专门管理不同类别的资产并根据资产类别收取管理费。对于另类资产，还会基于投资业绩收取额外费用。根据不同的资产类别，费用可以分为以下四类：

（1）另类资产：管理费大约为管理资产额的1%～2%，此外会基于基金管理人的业绩收取额外费用。有些另类资产管理人的业绩费用可以达到基金年收益的10%～20%。这就是说，如果有高收益要求的投资者将1 000万美元的资产委托给另类资产管理人，一年后该资产增值到1 150万美元（年收益在15%），管理人收取的管理费包括20万美元（1 000×2%＝20）的基本管理费和30万美元((1 150－1 000)×20%＝30）的业绩费用，总费用达到50万美元，是原总资产规模的5%。尽管基金管理人的管理费很高，但是投资者的费后净收益率仍能达到10%。因此，如果一个投资项目的净收益高于其他投资选择，高管理费还是合理的。当然，投资决策的制定还要考虑投资者的风险承受能力和风险分散需求。

（2）权益和可转换证券：与另类资产相比，管理费用稍低一些，根据权益和可转换证券投资类型的不同（分为美国国内投资、国外投资、大盘投资、小盘投资等），管理费一般是管理资产额的0.75%～1.75%。对于该类型的投资，尽管基金管理人通常不收取额外费用，但是根据基金类型和管理人的不同有时也会有一些业绩费用。

（3）债券和大宗商品：这类投资的管理费用比权益和可转换证券更低一些，依据基金类型的不同（美国高评级债务、美国低评级债务、困境债务和国际投资等），管理费一般为管理资产额的0.5%～1.5%。债券和大宗商品投资一般不收取业绩费用，但有时也会根据投资的风险和复杂程度收取。

（4）指数：指数投资的管理费率更低，一般只有管理资产额的0.1%～0.5%。

通常，资产管理产品由单独的管理账户，以及如共同基金和私募股权投资基金等混合工具提供。表6-1列出了一些大型投资银行的管理资产额。投资的资金一般被投资银行划归为以下几类资产管理账户：固定收益、权益、另类投资（主要包括对冲基金、私募股权投资和房地产投资）

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

和货币市场。

表 6-1 全球投资银行资产管理部门

银行	管理资产额[1]	银行	管理资产额
巴克莱[2]	1 495	摩根士丹利	399
摩根大通	1 133	瑞信	390
高盛	779	美国银行[3]	341
德意志银行	652	花旗集团[4]	—
瑞银	544		

① 截至2008年年底。
② 2009年8月，巴克莱股东会通过了一项决议，将其资产管理部门以142亿美元的价格出售给贝莱德集团。
③ 美国银行2008年年末的管理资产额不包括美林（它在2009年1月1日才被收购）。美林拥有贝莱德集团大约50%的所有权，贝莱德集团管理资产额为1.4万亿美元。
④ 花旗集团在2005年将其资产管理业务出售给美盛。
资料来源：Respective 2008 10-K filings.

衡量资产管理能力的关键指标是基金业绩。投资者通过业绩评估机构来了解基金业绩，例如，晨星和理柏通过收集行业数据，对一段时期内单个共同基金和其他同类基金的指数和业绩进行比较。对于对冲基金和私募股权投资等另类资产，由专业的行业研究机构来跟踪基金的业绩（如，《对冲基金研究》和《阿尔法杂志》都研究对冲基金，Preqin 跟踪私募股权投资的业绩）。每年或每个季度，会根据业绩对基金进行排名。每次公布时，排名靠前的基金就会吸引更多的资金。

对大部分资产类别而言，基金业绩是通过与基准指标对比来衡量的，这个基准指标可以是基金投资标的所惯用的指数，也可以是同类基金的平均收益。如共同基金关注相对收益，业绩要与指数或同行进行对比。对冲基金等另类资产投资不仅要关注相对收益，还要关注绝对收益。对冲基金通过衍生品和卖空不同类别资产，就是为了获得绝对（非负）收益（不仅仅是为了达到某基准指标）。对冲基金并不总是能获得绝对收益，比如2008年对冲基金行业平均收益率是-19%。

业绩衡量并非关注收益，而是关注风险调整后收益。现代投资组合理论建立了投资组合风险和收益之间的定性关系。1964年夏普提出的资本资产定价模型（CAPM）强调了风险溢价的概念，提出了夏普比率，即投资组合收益率超过无风险利率的部分与投资组合的总体风险的比较。随后也有很多关于风险调整后收益的研究，这些研究都促进了基金业绩衡量的实践。

6.1.1 对冲基金投资

绝大多数大型投资银行的资产管理部都有大型的对冲基金，这些基金为了投资客户的利益而进行管理（尽管银行和内部员工也可以投资），并与交易部的自营投资业务（只管理银行自己的账户，不面向外部客户）分离。例如，负责高盛资产管理业务的高盛资产管理（GSAM）就有几个投资于不同资产类别、使用不同投资策略的对冲基金，投资于大宗商品、权益、固定收益和新兴市场。高盛旗下的环球阿尔法对冲基金在2006年顶峰时总资产达到120亿美元，但是到了2008年骤降到25亿美元（扣除了投资损失和资金赎回）。该基金的投资者包括高净值客户、机构投资者和高盛内部员工，这个量化策略基金年净收益率一度高达51%，但到了2006年亏损6%，2007年亏损37%，直到2008年才迎来反弹。高盛的另一只对冲基金——环球权益机会基金，也

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

在2007年遇到了麻烦，需要30亿美元的现金注入（2/3来源于母公司）。这只基金的总规模最高达到70亿美元，但是在2008年年初就缩水到10亿美元。GSAM管理的另外几只对冲基金的业绩则要好很多。GSAM总共管理着大约20只对冲基金。

摩根大通在2004年购买了对冲基金高桥资本（Highbridge Capital）的控股权（2009年7月100%收购），成为摩根大通资产管理部的旗舰对冲基金。摩根大通同时也管理着其他几只对冲基金，截至2007年年底，摩根大通资产管理部的对冲基金规模达到447亿美元，使摩根大通成为全球最大的对冲基金管理人。在经历了投资者赎回和高桥基金的糟糕业绩之后，2008年，摩根大通的管理资产额下降到329亿美元，使摩根大通的管理资产额位居第二，在布里奇沃特联合基金（一个非投资银行附属机构的对冲基金管理机构）之后。

6.1.2 私募股权投资

大型投资银行为了多样化投资而参与私募股权投资，以下是一些投资银行的例子：

（1）高盛管理着私募股权投资基金中的基金。

（2）摩根大通、高盛和摩根士丹利都通过管理的专门基金直接投资于企业或房地产。

（3）瑞信管理着私募股权联合投资基金。

（4）花旗集团和美国银行则直接投资于企业，不通过基金方式。

这些机构的投资包括杠杆收购、夹层、房地产和基础设施交易。

在全球九大投资银行中，高盛的私募股权投资项目是最广泛的。从1992年开始，高盛的商人银行部（隶属于资产管理部）募集了1 190亿美元资金进行此类交易，其中包括280亿美元的夹层投资（附有权益的固定收益证券，可能含有权证）和200亿美元的私募股权投资基金（该基金于2007年解散）。此外，截至2008年年底，高盛的私募股权投资基金中的基金规模达到240亿美元。

6.2 财富管理

财富管理是指为个人、家庭和机构投资客户提供投资建议的顾问业务。财富管理顾问致力于找到那些有大量资金需要投资的投资者，并与这些投资者一起参与投资决策。换句话说，财富管理专家与投资者建立的是投资顾问关系，但并不直接参与资产管理（资产管理由资产管理人负责）。投资银行的财富管理顾问帮助投资者明确他们的风险承受能力和多样化投资偏好，然后协助投资者进行自主投资，或者说服投资者聘请他们代表投资者进行投资。为了建立适合投资者风险偏好的投资组合并获得高投资收益，财富管理顾问一定要有良好的判断力。

财富管理服务不只提供投资建议服务，在某种程度上讲，一旦投资者信任财富管理顾问并同意代表其进行投资时，财富管理顾问也是一名资产配置专家。在其他很多情形下，财富管理顾问也是财务规划顾问，帮助客户获得零售银行服务、房产规划建议、法律和税务咨询等服务。此外，为客户提供保险和年金产品也逐渐成为一种趋势。财富管理顾问致力于帮助投资者实现财富保值和长期增值的财务目标。许多非投资性工具也可以用来实现这些目标。

财富管理顾问只为可投资资产在500万美元以上的客户提供服务。有些投资银行对客户的要

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

求甚至更高，这样可以节约资源集中针对那些高端客户。例如，经过充分考虑后，高盛的财富管理主要服务于可投资资产在2 500万美元以上的客户。

对于那些资产规模未达到上述财富管理顾问要求的客户，一些银行为其提供“私人客户服务”，但服务内容只包括上述服务的一部分。

对于那些可投资资产更少的个人，银行的“零售”顾问和经纪人会帮助他们投资于银行内部的资产管理产品和外部的其他产品。除了高盛以外的其他大型投资银行都有自己的零售顾问团队。美林在2008年被美国银行合并以前拥有最大的零售业务，其次是美联银行（2008年被富国银行收购）。花旗美邦与摩根士丹利在2009年组建了合资企业（摩根士丹利是控制人，拥有5年期过后收购100%所有权的权利）。截至2009年3月，摩根士丹利、富国银行、美国银行和瑞银拥有美国最大的零售经纪人团队（见表6-2）。

表6-2 2009年3月美国经纪机构排名

机构	经纪人数量	收入（100万美元）	经纪人人均收入	客户资产（10亿美元）
摩根士丹利美邦①	20 807	15 718	755 000	1 721
富国银行/美联①②	15 879	8 700	548 000	910
美国银行/美林①	15 822	14 076	890 000	1 293
瑞银（美国分部）	8 760	5 103	583 000	619

① 2009年3月31日，摩根士丹利通过所控制的摩根士丹利美邦（摩根士丹利与花旗集团的合资企业），拥有了最大的经纪团队，富国银行在收购了美联后拥有了第二大的经纪团队，美国银行在收购了美林后拥有了第三大的经纪团队。

② 富国银行的季度收入数据缺失，收入为2008年全年收入。

资料来源：Respective 2008 10-K and Q1-2009 10-Q filings; author's estimates.

总体来说，大型投资银行会有专门的营销队伍，这些营销队伍会根据客户的可投资资产规模和非投资服务需求专注于2～3个不同的投资客户人群。

由于投资银行财富管理顾问的任务就是帮助客户在他们的风险承受能力内最大化投资收益，所以，在某些情形下，财富管理顾问会引导客户投资于非投资银行自身提供的投资产品。比如，如果一只投资银行的资产管理基金不能提供使客户满意的投资产品，或者投资银行内部提供的投资产品业绩（从风险和收益的角度看）不如其他竞争者的投资产品，在这种情况下，财富管理顾问会建议客户直接将部分资金投资于竞争者提供的投资产品。然而在许多银行，激励制度设计的原则是保证客户投资于本银行而非竞争对手，这就产生了潜在的利益冲突。在花旗集团和美林，这成了一个严重的问题，见专栏6-1的讨论。

专栏6-1 避免资产管理的利益冲突

2005年和2006年，美林和花旗集团分别决定放弃对资产管理业务的控制权，主要原因是为了避免财富管理部门和资产管理部门之间的潜在利益冲突。2005年，花旗集团与全球领先的资产管理公司美盛达成一项协议，花旗集团收购美盛的经纪业务，而美盛收购花旗集团的资产管理业务。

2006年，就在花旗集团和美盛交易后的2个月，美林和贝莱德（一家擅长固定收益证券的大型投资管理机构）进行了业务整合，美林的资产管理业务与贝莱德的资产管理业务合并成立了一

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

家管理近1万亿美元资产的独立公司。美林持有这家资产管理公司49.8%的所有权和45%的投票权，这家公司董事会大部分都是独立董事。美林放弃其资产管理业务的控制权，从而缓和了潜在的利益冲突。

每家银行的财富管理顾问都与资产管理团队密切合作，为投资者提供合适的投资服务。另外，财富管理顾问还与银行的资本市场团队紧密联系，从而为投资者购买承销的新发行证券。有些银行的财富管理顾问将承销的新发行证券的10%～30%配置给其投资者（和机构投资者持平）。最后，在进行二级市场投资时，财富管理顾问与交易员合作，这既为交易员创造了流动性，也为客户在二级市场上获得了利益。

6.3 研究

所有大型投资银行都会为其选择的全球机构和个人客户提供研究。研究涵盖了权益、固定收益、货币和大宗商品市场。研究员还会关注经济、投资策略、衍生品、信用等问题，并根据基础研究提出建议与意见。

权益研究主要关注上市公司研究，以及行业研究和区域研究，有时需要和宏观、数量和衍生品研究团队合作来确定投资意见。经济研究基于全球及各区域经济学家的观点，对经济活动、汇率和利率进行宏观预测。固定收益研究基于发行人所在行业研究公司债务，特别是要对公司的信用风险有深刻认识。大宗商品研究基于全球视角对能源和金属行业进行研究。策略研究团队提供资产配置的市场观点、预测与评论，以及其他研究形式的策略性投资策略。

投资银行的研究部门一般（不总是）设在交易部，包括：为投资客户提供的“卖方”研究；为直接交易员（负责投资银行自身账户的交易）和资产管理人（为投资客户管理资金）提供的“买方”研究。买方研究与对冲基金为内部交易员提供的研究以及大型共同基金（如富达基金）为内部基金经理提供的研究是同一类的。

卖方研究是投资银行分析性极强的领域。研究员通过建立复杂的财务模型来预测收益和资产的未来价值。例如，权益研究员会通过建立模型来预测一个公司的未来收入和利润。预测收入和利润要考虑的因素包括但不限于：公司概况、经济环境、历史趋势和新信息（如产品说明、消费者损益、竞争环境和分析判断等）。然后，他们运用收入、息税折旧摊销前利润、利润、账面价值和现金流覆盖倍数来估算公司的未来股价。此外，研究员还会使用估值模型，如可比公司法、现金流折现法、重置成本法等。研究员得到这些分析结果后，结合其他研究得出投资建议，相关投资建议随后会传达给投资者和投资顾问。很多投资者依赖研究员的建议做出买卖证券或其他资产的投资决策。例如，假如一个公司预测价值高于当期市场价格，研究员会根据这个信息将该公司评为“增持”或者“买入”。相反，如果一个公司的预测价值低于当期市场价格，研究员会将该公司评为“减持”或者“卖出”。如果研究员认为一个公司是以公允价值进行交易的，他会给该公司股票评为“观望”或者“继续持有”。

股票研究报告通常会在每个季度和公司的业绩报告一起发布。如果根据美国证券交易委员会规定的8-K表格发布公司重大事项，或者研究员进行了专题研究，还会发布额外的研究报告。一

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

个例子是，研究员和公司高管的近期会面或者投资者实地调查。研究报告会以电子版和纸质版两种形式发布。有些公司的优质投资客户能够直接与研究员沟通，和他们讨论模型及假设。

卖方研究给投资者提供的上市公司信息可以归纳为：

（1）深度研究报告：为投资者介绍新的投资行业和公司。

（2）季度业绩报告：根据投资者需要，为其快速提供简明扼要的公司业绩结果。

（3）预期季度业绩预测。

（4）关于重大事件如何影响投资决策的分析。

（5）创建财务模型和估值表格。

（6）重大投资的专题研究和解读。

（7）投资者关心的行业或行业内某个公司情况。

（8）公司或所属行业的最新情况。

（9）基于实地调查和行业会议的调查。

（10）通过投资者会面、会议和非交易性路演与公司管理层的接触。

（11）有承销授权的投资银行在首次公开发行前针对公司高管进行的尽职调查（如果研究团队决定提供）。

研究一般分为四个主要领域：权益研究、信用研究、大宗商品研究和经济研究。

（1）权益研究：针对目标行业的个股研究，包括通信、传媒娱乐、消费品、金融、工业、科技、运输、健康、零售和教育。

（2）信用研究：针对不同行业部门发行人的公司债务研究。研究团队分为：投资级信用和高收益级信用。该项研究对公司的关注点与权益研究是不同的，信用研究员会研究公司的债券和贷款资料，分析公司的未来现金流是否足够支付现金偿付。

（3）大宗商品研究：运用经济模型进行供需分析并预测大宗商品的未来价格。

（4）经济研究：提供经济动态、汇率和利率变动的宏观经济预测。

6.3.1 研究费用

一直以来，研究机构通过间接机制向投资客户收取费用：当专业交易员按照研究报告的分析结果购买证券时，投资者支付给专业交易员的一部分佣金将转移给研究员。几十年来，因为投资者一般不愿意直接为研究报告付费，“软美元”的补偿方式是卖方研究获取报酬的主要方式。例如，一个投资者阅读了投资银行的卖方研究报告，他愿意支付每股 3 美分作为佣金委托投资银行购买股票，其中一部分佣金就会间接支付给研究部。

很不幸的是，研究部门获得的分仓收入从 2005 年的 50 亿美元下降到 2008 年的不到 30 亿美元。下降的原因，一部分是大型机构投资者关注卖方研究机构的独立性（研究是否因为投资银行部的客户利益而有偏差），从而加强了自己的买方研究。另外，美国证券交易委员会的公平披露准则使卖方研究对投资者的价值已经不大了。

大多数机构投资者不接受直接为研究付费的“非捆绑式研究”，因为它们认为这会对其投资业绩产生负面影响。例如，当投资者通过投资银行购买股票时，股票的购买成本也就是支付给投资银行的佣金，会比投资者的其他购买方式略高一些（包括给研究部门的佣金）。因为投资者的

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

业绩收益是最终股票卖价和扣除佣金的购买成本差值，假设最终卖出股票后会有正收益，如果单独支付一笔钱给研究机构，佣金则会相应减少，净购买成本会增加（因为还包括另外支付的研究费用），这样投资收益就会下降。

因为投资者不愿意支付这笔非必需费用，所以在 2006 年，大型投资机构富达基金与几家投资银行签署协议，同意投资者在支付研究费用的同时相应减免佣金。然而，没有多少其他投资机构跟进这一做法。结果，研究收入的下降以及研究费用的未来机制问题，尚没有清晰的答案。在这种情况下，投资银行的研究部门规模缩小，研究费用也降低了。有的投资银行甚至在内部讨论是否应该出售研究部门，因为研究部门的成本与运营费用已经超过了分仓收入和直接收入。2003 年，针对美国十大投资银行的一项强制措施使这一问题进一步恶化，这项措施禁止投资银行部资助研究团队以帮助银行从客户处获得承销生意（详见后面的分析）。

6.3.2 利益冲突

卖方研究的一个主要问题是缺乏独立性。当投资银行提议某个公司进行融资或并购交易时，一些投资银行的投资银行部一直以来都向其研究员施压，要求对该公司的负面观点进行调整。负面的权益或固定收益研究报告会使管理层变得消极，这将给投资银行获得该公司的业务带来问题。因此，投资银行管理层认为有必要要求研究部以投资银行部的承销或并购业务为重，对研究结果进行调整，而非以投资客户的投资利益作为研究目的。这就产生了一个影响深远的利益冲突问题。

2003 年 4 月，美国证券交易委员会、纽约总检察院、全国证券交易商协会和纽约证券交易所宣布对以下 10 家投资银行采取强制措施：贝尔斯登、瑞信、高盛、雷曼兄弟、摩根大通、美林、摩根士丹利、花旗集团、瑞银和派杰。上述投资银行被迫支付总额近 14 亿美元的款项，其中 8 750万美元是处罚和追缴款，4 325万美元支付给独立研究部门，800 万美元用于投资者教育。除现金处罚外，这些机构还被要求遵守一些重要的规定，包括消除投资银行部对研究部的任何影响，提高监管力度并为投资者提供独立适用的研究报告。

这次强制措施表明所有的投资银行都存在这些行为：投资银行部对研究员的研究分析施加不恰当的影响，将利益冲突强加给研究员。这些投资银行对该指控既没有承认也没有否认，这次指控也对那些发布错误研究报告，或发布的研究报告并非基于公平交易和诚实原则，或没有针对事实进行客观分析的机构进行了处罚。此外，该指控也提及了以下行为：有些研究报告夸大事实，有些对公司有不实评论，有些分析逻辑不合理，有些收取了所研究公司的报酬而没有公布。最后，该指控提及了某些投资银行参与了首次公开发行“热门”股票分配的“违规派送新股”行为（即将这些首次公开发行的股票卖给某公司高级管理层和董事，来换取该公司未来的投资银行业务）。

这项强制措施通过阻断投资银行部给研究员带来的压力，以确保股票推荐不因收取投资银行的费用而受到影响。投资银行的重要调整包括：

（1）研究部和投资银行部要物理隔离。

（2）投资银行的高管层必须制定研究部的预算，且研究部不能收取投资银行部的任何资金，也不考虑通过投资银行业务获得特别收益。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（3）研究员的报酬不会间接或直接受投资银行部收入抑或投资银行部人员的影响。

（4）研究部管理层制定的任何公司相关决策必须是最终版本，而且投资银行部的人员不允许对该决策的制定有任何影响。

（5）研究员禁止参与投资银行业务，包括销售和路演。

（6）除了要提供研究报告，投资银行还有义务为投资客户提供独立研究（此项规定在 2009 年被废止）。

6.3.3 公平披露准则

2000 年，美国证券交易委员会发布了公平披露准则。该准则要求公平的信息披露，禁止公司的管理层有选择性地披露对公司股价有影响的重大信息。这意味着在与研究员讨论任何可能影响股价的信息之前，公司必须通过美国证券交易委员会规定发布公告。这项规定可以平衡股票交易这个竞技场，使得所有投资者都能够在同一时间获得同样的信息。在颁布这项规定之前，一些大的投资机构通过研究员和公司的私下讨论就能比投资者更早获得影响股价的信息，这些信息会有选择地提供给大的投资者。公平披露准则的主要目的是确保信息披露更加透明和公平，当公司决定向投资者公布信息时，可以确保所有的投资者在同一时间基于同样的信息做出投资决策。但是，有批评者认为，公司现在与投资者和研究员沟通时变得更加小心翼翼，导致信息披露更缓慢而且信息量更少。此外，很多信息是通过律师公布，这导致了信息质量的下降。一些投资者认为，公平披露准则使得任何投资者（包括个人投资者）得到的信息质量和深度都不如以前了。

习题

1. 资产管理与财富管理的区别是什么？
2. 为什么有的财富顾问会选择将客户的一部分资产配置到其他的投资银行？
3. 卖方研究和买方研究通过其不同的费用结构反映了双方哪些功能上的区别？
4. 将研究部和投资银行部物理隔离的驱动力是什么？
5. 美国在 2003 年针对卖方研究的强制措施如何加剧了研究部门收入下降问题？
6. 公平披露准则的目标是什么？其关注点是什么？

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 7 章 信用评级机构、交易所、清算和结算

7.1 信用评级机构

信用评级机构在投资银行业务中起着重要作用，其工作是对债务发行人及其债务工具进行信用评级。债务工具包括债券、可转换债券和贷款。此外，信用评级机构为各种类型的结构性融资证券评级。结构性融资包括资产支持证券、商业和个人住房抵押贷款支持证券及担保债务凭证。在发行结构性融资产品时，为使这些证券达到目标评级，投资银行会与信用评级机构密切合作。表 7-1 总结了信用评级机构的作用。

表 7-1 信用评级机构的作用

为投资者提供关于公司及其债务工具信用价值的中立意见。

公司和政府融资	结构性融资
债券/票据/商业票据	担保债务凭证（CDO）
可转换证券	个人住房抵押贷款支持证券（RMBS）
银行票据	商业住房抵押贷款支持证券（CMBS）
	资产支持证券（ABS）

资料来源：Standard & Poor's.

发行人包括公司、政府及机构、特殊目的载体和非营利组织。评级过程涉及经营风险和财务风险分析，经营风险包括行业竞争地位、产品多样化、同行业赢利能力比较；财务风险包括会计、现金流财务弹性和资本结构（见图 7-1）。信用等级反映了发行人的能力（偿付债务的能力），这会影响被评级证券的利率（即收益率）。通常，投资者、银行和政府的投资、贷款和监管决策时会用到信用评级。这些评级信息独立于其他机构（尽管针对这一说法还有一些争议，下面会有介绍），从而使相关信用风险度量容易被接受。这会提高市场效率，并降低投资者、借款者和贷款者的成本，也将扩大资本供给总量。在大多数情况下，公开市场债券发行人必须得到至少一家评级机构的评级才能吸引到投资人。在很多情况下，根据投资人要求，一只债券会有2～3家信用评级机构对其评级。表 7-2 列出了标准普尔、穆迪和惠誉（世界三大信用评级机构）对不同等级信用风险的评级分类。这些评级机构采用发行人支付评级费用模式，而非投资人支付。然而，有时也有例外，评级机构有“主动评级”政策，该政策目的在于保护投资人，防止发行人在其业绩不佳时不进行信用评级。如果一家公司发行有大额未偿还债务，当该公司要求撤销

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

评级时，评级机构会保留对其进行评级的权利（这样，投资者就会持续了解到该公司的信用风险）。

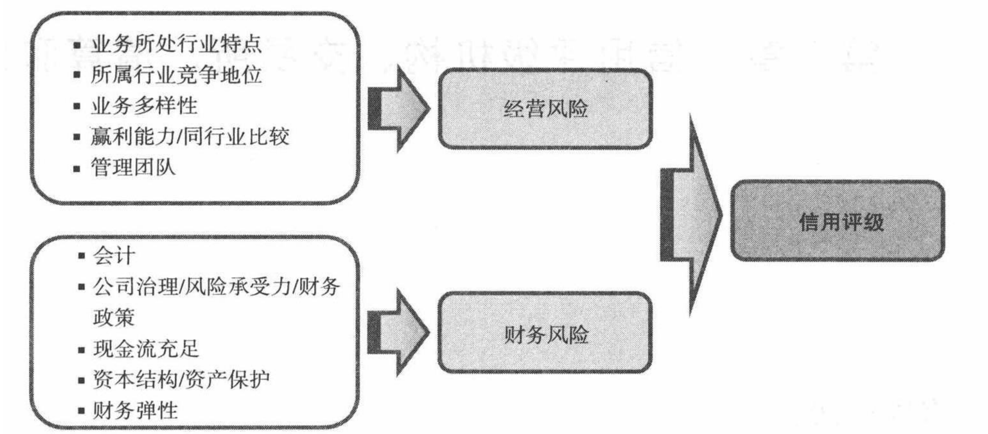


图 7-1 评级过程

资料来源：Standard & Poor's.

表 7-2 信用等级分类

标准普尔和惠誉的信用等级分类	
投资级	**非投资级**（高收益、垃圾债券）
AAA：最优质公司，可靠、稳定 **AA+，AA，AA-**：优质公司，信用风险稍高于AAA级 **A+，A，A-**：财务受经济影响，但仍很强 **BBB+，BBB，BBB-**：中等级别公司，目前仍满足投资要求	**BB+，BB，BB-**：在经济中易变 **B+，B，B-**：财务状况明显多变 **CCC+，CCC，CCC-**：当前易违约，经济好时可以偿付 **CC**：更可能违约，投机性债券 **C**：更可能违约，或者会破产，或者拖欠，但仍履约 **D**：已经违约，预期对大部分债务违约或者全部违约 **NR**：没有评级
穆迪信用等级分类	
投资级	**非投资级**（高收益、垃圾债券）
Aaa：最优质债务，信用风险最低 **Aa1，Aa2，Aa3**：优质债务，非常低的信用风险 **A1，A2，A3**：中上级债务，低信用风险 **Baa1，Baa2，Baa3**：中等信用风险债务：中等并拥有一些投机特点	**Ba1，Ba2，Ba3**：判定为有投机性因素的债务，信用风险较高 **B1，B2，B3**：投机性高信用风险债务 **Caa1，Caa2，Caa3**：声誉差和信用风险非常高的债务 **Ca**：高投机性并且很可能违约的债务，有可能收回本金和利息 **C**：最低级别的典型违约债务，很可能无法收回本金和利息 **NR**：没有评级

资料来源：Standard & Poor's，Fitch，and Moody's.

2006 年，美国颁布了一项法令，在该法令中，美国证券交易委员会批准十家评级机构为“国家认可统计评级组织”（NRSRO）。最大的三家评级机构是标准普尔、穆迪和惠誉，并远远超过其他七家。监管机构对于某些特定投资和监管资本决定目标，必须要求使用国家认可统计评级组织的评级。例如，针对银行各种贷款的抵押品，美联储只接受上述三家最大评级机构评定的投资级证券。在州层面，很多规定也要求使用这三家评级机构的评级。目前，关于这三家机构是否已经在评级市场上形成寡头垄断的争论一直存在。一些人甚至认为，美国证券交易委员会应该撤销要求使用国家认可统计评级组织评级的规定，这样投资者可以自由选择更适用自己的方法去判定信用风险，而不是被强制要求使用这些机构的信用评级。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

7.1.1 资产支持证券

穆迪、标准普尔和惠誉积极地给住房抵押贷款支持证券进行信用评级，并给许多这类证券最高的信用等级，直到2007年，一部分住房抵押贷款支持证券违约，导致证券价值急剧下滑。因此，三大评级机构不得不对这类资产的多种证券降级，这又加速了这些证券的贬值。2007年和2008年，投资者和保险公司遭受了数千亿美元的损失。

投资银行与信用评级机构协商来决定不同档级住房抵押贷款支持证券（及其他资产支持证券）的最优结构。在此过程中，投资银行向信用评级机构提交一个预期的结构和信用等级，并等待反馈。如果投资银行和评级机构关于预期信用等级意见存在分歧，整个过程会重新开始，投资银行会调整结构（可能会增加高级别证券的抵押品或者调整资产组合），并会再次提交且等待反馈。整个过程会一直重复，直到投资银行获得目标评级保证为止。通常，为了达到理想的信用评级，信用评级机构会就用以保证资产支持证券的资产类别发表意见。不同档级证券代表不同的信用风险等级，评级基于现金流、期限和每个档级证券的信用支持。比如，通常会有三个不同的档级AAA、BBB、BB，这分别代表了低风险、中等风险和投机风险。投资者承担的风险越高，所要求的利率（收益率）就越高。

信用评级机构声称，它们的评级信息只是表明某一证券不能支付本金和利息的可能性，并不对证券价值波动和是否值得投资该证券发表观点。从历史来看，最高信用评级的债务波动性很低、流动性很高。这意味着证券的价格不会每天有很大变化，并且永远都会有其他的投资者想要购买该证券。与普通债券和银行贷款不同，资产支持证券有时会由成百上千个独立的单个证券组成并分成不同档级。这些相似评级证券在一起会使风险集中，即便一项很小的违约风险都会迅速扩大并严重影响证券的市场价格。在2007年和2008年的信贷危机中，这导致很多住房抵押贷款支持证券的价格急速下降，尤其是由次级住房抵押贷款支持的证券。

7.1.2 对信用评级机构的批评

信用评级机构与投资银行合作，将住房抵押贷款支持证券的评级提高到超过其真实信用级别的程度，这一直受到严厉批评。还有批评认为，评级机构没有尽早降低住房抵押贷款支持证券的信用等级。许多投资者认为评级机构不仅犯了错误，而且还不知道及时改正。

其他一些批评是关于评级机构与发行普通债券和非资产支持证券公司的合作关系。尽管使用信用评级的主要是投资者，但这笔服务费用却不是由投资者而是由发行人支付。一些投资者（尤其是那些购买的证券信用等级严重下降的投资人）认为，评级机构极易受到公司的不当影响（因为它们才是付钱的客户），或者很容易被误导。另一方面，公司财务人员有时会认为他们与评级机构的立场是对立的。当收到一个他们认为不公正的低信用评级时，会抱怨评级机构不了解公司的经营。

7.1.3 单一行业保险公司与信用评级机构的关系

投资银行承销资产支持证券并在二级市场上进行交易。在承销这些证券之前，投资银行会与

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

评级机构一起构建多个档级以获得预定的评级，这有时会用到信用增级工具。单一行业保险公司提供的保证就是该类工具中的一种，这些保险公司包括安巴克（Ambac）、美国城市债券保险公司（MBIA）和证券资本保险公司（SCA）。这些保险公司保证，一旦发行人违约，它们会偿付债券的本金和利息。（直到最近）这些保险公司的评级都是 AAA 级，保险公司的承保会降低债务的利率。因此，如果投保成本少于节省的利率，购买保险是划算的。正如其名，单一行业保险公司只承保资本市场债券，而多行业保险公司为多个行业提供保险。

受 2007 年和 2008 年信贷危机影响，大量承保了担保债务凭证的单一行业保险公司经历了严重的震荡。这些证券要么违约，要么严重贬值，导致单一行业保险公司的赔付额剧增，而且它们的未来可能支付也大大增加。这导致信用评级机构下调了这些保险公司的信用评级，而这又反过来降低了由这些保险公司承保的担保债务凭证的信用等级。这个恶性循环严重影响了投资银行，作为这些证券的承销和二级市场做市的主体，它们持有大量的这类证券，现在不得不以非常低的价格卖出。

2008 年，安巴克和美国城市债券保险公司这两家保险公司失去了 AAA 的信用评级，这不仅影响了它们所承保的担保债务凭证，还影响了它们承保的数千只州及市政债券。2007 年和 2008 年，所有单一行业保险公司承保的证券贬值总额超过了数千亿美元。证券资本保险公司披露，仅在 2007 年 11 月该公司就损失了 10 亿美元，导致信用评级机构将其信用评级下调为 CCC，并导致其从纳斯达克退市。2008 年 7 月，美林与证券资本保险公司就其承保的美林数十亿住房抵押贷款支持证券达成了总额 5 亿美元的结算协议，美林的账面价值由此削减了 460 亿美元。

7.1.4 投资银行的信用评级顾问服务

大多数发行债券的公司和政府都希望所发行的债券达到预定的评级，以保证投资者会以最低的利率购买。尽管大多数发行人会支付评级费用，但也有一些公司不支付。这些公司通常有活跃交易的债务，并且有非常好的信用度，使其发行的债券供不应求。信用评级的购买者往往要花费大量的时间和资源为评级机构提供能够反映公司良好融资能力的信息，评级机构在建立财务模型时会考虑这些信息。这些财务模型是分析员最终决定信用等级的基础。

投资银行提供的信用评级顾问服务建立在发行不同融资工具（包括债券、贷款、可转换证券、优先股或普通股）对公司信用评级可能结果的建议上。债券和贷款会弱化发行人的资产负债表，并可能减少现金流。因此，一旦一家公司大规模贷款或者进行债券交易，信用评级机构可能降低该公司的信用评级。但是，如果公司债券或贷款是用于偿付现有债务，或者用于预期能够产生大量现金流（可用来支付债务的利息）的收购或新业务融资，信用评级也可能不会下降。当公司发行可转换证券或优先股时，基于债券期限和转换特点，这项交易对信用评级可能有正面或负面的影响。当一家公司发行普通股时，如果发行额度非常大，会对其信用评级有正面影响。通常，发行人对于导致信用评级降低的融资会很谨慎，除非融资有非常理想的结果。

投资银行帮助客户准备每年或者每半年到纽约与评级机构的会面，评价可能影响评级的业务的重大变化。有时，投资银行和发行人在发行新证券或者调整公司业务时会将评级机构对此的反应估计错误，当错估导致评级过低时，发行人必然会感到挫折和焦虑。通常，投资银行会试图重置评级机构建立的模型，并建议公司（或者政府）根据利息覆盖率、总债务额、现金流和其他信

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

用相关工具来调整债务利率，从而避免上述情况的发生。但是，总是会有不尽如人意或者意外发生。

为了帮助评级机构建立准确反映公司业务和财务风险的模型，公司高管（如果有必要的话，还有投资银行）在开始融资之前，有时会向评级机构提供一些公司内部的、关于潜在融资情况的非公开重大信息。因此，在融资之前，评级机构建立的模型中会包含这些信息，这样，评级结果只能在证券发行的当天发布。这对于那些想要在投资之前了解所有新发行证券评级影响的投资人很有利。评级机构有义务不泄露发行人的重大非公开信息给任何人，以防这些人利用这些信息在公司宣布融资之前进行公司的证券交易。

投资银行的信用评级顾问一般都是穆迪和标准普尔以前的员工，他们对这些评级机构所使用的评级模型有深入的了解，对以前工作的同事性格和分析角度也非常熟悉。这对于投资银行针对不同融资工具提供可能评级结果是非常有利的。投资银行为政府提供的信用评级顾问服务相对比较狭窄。

7.2 交易所

投资银行在世界各地的交易所活跃地交易股票、债券和衍生品。在交易所中，买方和卖方通过电子媒介进行匿名买卖（尽管纽约泛欧交易所的小部分交易是在交易大厅进行的）。

每家在公开市场交易股票的公司都要决定在哪个交易所挂牌。每个交易所都有各自不同的准入和维持上市的规定，公司必须满足规定才能挂牌。交易所对公司财务报表、信息披露准则、最小交易量、股票价格标准都有规定。一旦公司没有满足这些要求，其股票会被强制退市（公司违反了交易所规则并在“宽限期”内没有改正）。纽约泛欧交易所挂牌要求公司股票规模100万股以上、股本总额1亿美元以上，公司近三年利润超过1 000万美元。纳斯达克要求公司股票规模125万股以上、股本总额7 000万美元以上，公司近三年利润超过1 100万美元。伦敦股票交易所要求市场资本金至少70万英镑，向公众至少发行上述1/4规模、最小营运资本额。

世界上最大的股票交易所包括（根据交易量）：纳斯达克、纽约泛欧交易所（美国）、伦敦证券交易所、法兰克福证券交易所（德国证券交易所）、纽约泛欧交易所（欧洲）、东京证券交易所和上海证券交易所。截至2008年年底，前七大交易所的交易量是：纳斯达克（36.4万亿美元）、纽约泛欧交易所（美国）（33.6万亿美元）、伦敦证券交易所（6.3万亿美元）、东京证券交易所（5.6万亿美元）、法兰克福证券交易所（4.7万亿美元）、纽约泛欧交易所（欧洲）（4.4万亿美元）和上海证券交易所（2.6万亿美元）。表7-3为世界前20大股票交易所情况。

表7-3 世界前20大股票交易所（2008年）

地区	股票交易所	总交易额（100万美元）
美洲	纳斯达克OMX交易所	36 446 548.5
美洲	纽约泛欧证券交易所（美国）	33 638 937.0
欧洲-非洲-中东	伦敦证券交易所	6 271 520.6
亚洲-太平洋	东京证券交易所	5 607 321.9
欧洲-非洲-中东	德国证券交易所	4 678 829.0

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

地区	股票交易所	总交易额（100万美元）
欧洲－非洲－中东	纽约泛欧证券交易所（欧洲）	4 411 248.7
亚洲－太平洋	中国上海证券交易所	2 600 208.6
欧洲－非洲－中东	西班牙马德里证券交易所	2 410 721.2
美洲	多伦多证券交易所	1 716 228.0
亚洲－太平洋	中国香港证券交易所	1 629 782.3
欧洲－非洲－中东	瑞典斯德哥尔摩交易所	1 500 366.5
欧洲－非洲－中东	意大利证券交易所	1 499 456.5
亚洲－太平洋	韩国交易所	1 432 479.9
欧洲－非洲－中东	纳斯达克 OMX 北欧交易所	1 338 181.1
亚洲－太平洋	中国深圳证券交易所	1 248 721.8
亚洲－太平洋	澳大利亚股票交易所	1 213 239.6
亚洲－太平洋	中国台湾证券交易所	829 612.2
亚洲－太平洋	印度国家证券交易所	725 398.7
美洲	巴西圣保罗证券期货交易所	724 199.2
美洲	美国证券交易所	561 602.5

资料来源：World Federation of Exchanges.

7.2.1 特种经纪人

一直以来，纽约泛欧交易所的部分业务是通过特种经纪人系统进行的。在该系统中，个人作为做市商，针对某一证券为市场输入流动性、缓和买卖不平衡并且防止过度波动。然而，由于电子交易网（ECN）的效率更高，特种经纪人系统的重要性下降了。另外，对于特种经纪人系统的批评越来越多。一些批评者认为，特种经纪人系统使一些投资者可以通过牺牲其他投资者利益来获取特殊利润，成本过高（相对于电子交易网而言），并且存在“抢跑”交易的可能（利用客户即将大量买入的信息，在他们买入之前进行交易，并从因大量买入而导致的市场方向变动中获利）。

2008 年，出于上述原因和证券交易的市场结构调整，纽约泛欧交易所取消了特种经纪人系统并使用了指定做市商制度（DMM）。指定做市商制度与特种经纪人的最大区别在于做市商制度防止了“抢跑”交易的可能，因为在指定做市商制度下，任何人都不会提前知道交易信息。另外，指定做市商制度虽然没有特种经纪人所拥有的一些优势，但是特种经纪人的一些限制也没有了，这就增加了灵活性。总的来说，设计这一新系统是为了做市功能变得更加现代化，并提高竞争力和效率。

7.2.2 衍生品交易所

芝加哥商业交易所（CME）总部位于芝加哥，是全世界规模最大、交易种类最多的衍生品交易所。交易的衍生品包括期权、期货和互换。期货是指在今天约定未来某一时刻以某一价格买入或者卖出资产的合约，与立即交割的即期交易恰好相反。期权是买卖双方之间签订的合约，买方有权（但没有义务）在未来某一时刻以约定的价格买入或卖出指定的资产。互换是交易双方以一

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

笔现金流交换另一笔现金流的合约。芝加哥商业交易所在2002年上市后，成为全世界最大的衍生品交易所，市值约是纽约泛欧交易所的两倍。芝加哥商业交易所不交易股票和债券，只交易衍生品。某些产品24小时不间断的电子交易平台，使得芝加哥商业交易所的交易量不断扩大。交易所提供涵盖所有资产类别的期权和期货，包括利率、股票指数、外汇、能源、农产品、金属和另类产品（如天气和房地产）。这些资产的期货和期权合约为买卖双方提供了对冲、投机、利率敏感工具相关风险的资产配置、权益市场风险暴露、外汇价值和大宗商品价格变化的应对途径。

规模最大的农产品交易是玉米，期权和期货合约的日交易量超过31.9万份；规模最大的利率产品是欧洲美元，期货合约的日交易量超过200万份，10年期美国国债的利率期货合约日交易量超过100万份。规模最大的权益产品是“E－迷你”标准普尔500指数期货合约，日交易量超过250万份，其他股票指数期货和期权合约的日交易量也超过100万份。此外，能源期货和期权合约的日交易量超过140万份，外汇期货和期权的日交易量达到60万份，金属期货和期权的日交易量达到23万份。

芝加哥商业交易所是目前最大的电子交易所。所有的大型投资银行在此为自己的账户和客户进行交易。所有交易都要求合约双方每天公布基于期货和期权合约价值变化的保证金余额。为了更好地管理风险，保证金头寸必须每天调整。保证金可以是现金或者履约保证金，并根据产品及其波动性不同而不同。保证金制度可以防止投资者在合约期满时不履行交割。

期货交易所（衍生品交易所的子集）在美国主要由商品期货交易委员会（CFTC）监管，由于期货不是证券，证券由美国证券交易委员会监管。其他大型国际期货或衍生品交易所包括欧洲期货交易所（Eurex）、纽约泛欧交易所、巴西交易所、美国洲际交易所（ICE）。

7.3 场外交易市场

在交易所挂牌并交易的证券和衍生品被称为挂牌工具。买卖双方不通过交易所作为中介而直接交易的证券和衍生品，称为场外交易（OTC）工具。与挂牌交易不同的是，场外交易不是公开进行的，除非交易双方公布交易信息，整个交易是保密的。在美国，如果公司提交了美国证券交易委员会要求的报告，投资银行会在场外柜台交易系统（OTCBB）发布股票场外交易信息，如果公司没有提交美国证券交易委员会要求的报告，投资银行会在粉单市场（因把报价印刷在粉红色单子上而得名）发布股票场外交易信息。除了一些发行美国存托凭证的外国发行人，在粉单市场上报价的公司一般比较小，股票交易量也很小。这些公司的风险要比挂牌交易的公司和场外柜台交易系统交易的公司大很多。

衍生品场外交易市场要远远大于衍生品交易所市场，衍生品的价值会随着标的证券或其他资产的变化而变化。衍生品有两个用途：降低风险和进行投机。衍生品与很多种资产关联，包括股票、债券、利率、汇率、大宗商品和指数。

由于全球衍生品场外交易市场异乎寻常的迅速发展，监管者开始担心该市场潜在的系统风险。国际清算银行预计，截至2008年6月，衍生品场外交易总量将达到684万亿美元，是衍生品交易所的8倍多（见专栏7-1）。

书最多 www.szd123.net

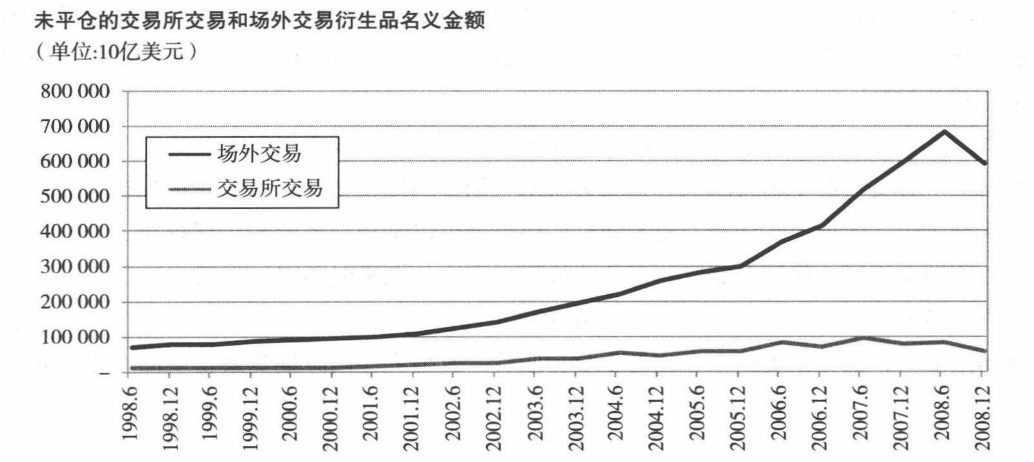
书最多 www.szd123.net

专栏 7-1　衍生品交易所市场和场外交易市场

衍生品交易所交易与场外交易如下表所示。

交易所交易	场外交易
期货交易所如芝加哥商业交易所和纽约泛欧交易所交易的都是标准化衍生品合约。这些合约都是关于一系列标的产品的期权合约或期货合约。截至 2008 年 12 月，未平仓的交易所交易衍生品合约名义金额约为 58 万亿美元	不在期货交易所交易的衍生品合约被称为场外交易合约。场外交易的参与者主要包括投资银行、对冲基金、商业银行和政府支持机构。场外交易产品包括互换、远期利率合约、期权、远期合约和信用衍生品。截至 2008 年 12 月，未平仓场外交易衍生品合约名义金额约为 592 万亿美元

未平仓的交易所交易和场外交易衍生品名义金额如下图所示。



资料来源：Bank for International Settlements.

监管者和政治家认为金融机构参与衍生品场外交易导致了 2008 年金融危机。因此，美国监管者在 2009 年 5 月宣布，提高对场外交易市场的联邦监管力度。公布的金融管理修正案试图提高透明度，并要求标准化场外交易衍生品通过监管下的交易方进行清算以加强市场管理。这些合约要求由交易所保证，从而降低了因为一方破产而导致的系统瘫痪的风险（下一部分有关于交易清算的额外讨论）。持有大量复杂衍生品头寸的机构被要求提供新的报告。法律的制定提高了衍生品市场中所有主要参与者的信息披露要求。世界许多主要资本中心的监管者也制定了相似的规定来加强信息披露，降低系统风险。

7.4　清算和结算

投资银行与交易所在挂牌证券和衍生品的清算与结算中有着难解难分的关系。清算和结算首先需要获取买卖双方的交易信息，以确保买卖双方的交易记录匹配。这是交易的“前端”。清算还包括替代，集中交易清算中心（CCP）在现存的所有索取权的未来操作中代替原交易方。对于每一笔需要清算的交易，原合约被与集中交易清算中心进行的两个交易所取代，其中集中交易清

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

算中心既是买者也是卖者。集中交易清算中心运用包括抵押品公示在内的风险管理系统来支持在交易中由集中交易清算中心提供的、针对另一交易方的交易保证。每个交易所都有自己的清算中心，交易所内所有成员通常都需要通过清算中心来清算交易。

7.4.1 证券结算

证券在电子平台里通过电子方式进行“账簿划拨”。证券所有权的转换基于支付证券资金的同时划拨，这被称为“银货对付”。当证券的所有权转移到买者时，清算和结算过程便终止，托管过程开始。银行大额可转让定期存单和商业票据在同一个交易日进行结算（付现交易）；美国国债在第二个交易日进行结算（常规交易）；外汇结算是在2个交易日后（T+2）。美国权益类证券结算是在3个交易日以后（T+3）。

结算风险来自两方面。首先，在结算日当天卖方或者没有持有证券，或者无法正常过户证券，称为“空头失败”。其次，买者没能够如期进行证券支付，称为“多头失败”。交易所设有暂时减少空头失败和多头失败的自动程序安排，包括现金抵押和净额结算安排。

为减少结算交易的数额，交易所设立多边轧差结算系统。由于大部分的结算交易是由投资银行和交易所双方完成的，并且对于每一类证券，银行都有许多买卖交易，他们结算净交易额是由交易所决定的。在交易完成的第二天，所有的结算细节必须解决。结算的资金收取方会收到交易所支付给投资银行或投资银行支付给交易所的一笔资金。

7.4.2 衍生品结算

衍生品也是在电子平台里通过电子方式进行“账簿划拨”。除了这一共同点外，衍生品的清算和结算与证券相差很大。相对于证券3天以内的清算和结算时间，衍生品的清算和结算时间长得多，有时甚至是数月或数年。与证券同时支付和过户不同，衍生品代表在未来某一时刻买入或卖出金融工具或者资产的义务（期货或者互换合约）或选择权（期权合约），这里未来某一时刻可能是数周、数月甚至数年以后。因此，在这段时期内，买方和卖方都存在财务风险。因为该风险很高，交易所要求交易双方逐日盯市过账，并且基于衍生品合约价值变化来调整抵押品。所以，衍生品的风险管理系统比证券要复杂得多。

在进行衍生品交易时，投资银行发起的交易（为了自己或者客户）替代了作为交易方而取代交易所清算中心进行的交易。这就产生了两个新合约，这两个合约附有交易所提供的关于两个合约的收盘保证。这个替代使到期前的衍生品合约拥有流动性，这对于证券来讲是不可能的。

除了提供风险管理外，交易所还为投资银行和交易所的其他客户提供保证金和抵押品管理服务。此外，交易所还会提供履约担保和买卖双方匿名服务。为了避免投资银行或者交易方不能针对交易义务进行支付而造成的财务损失，交易所要求所有交易方在履约抵押账户存入资金。履约抵押账户的存入金额要超过所交易债务工具至少一天的市场波动金额。

7.4.3 投资银行服务

投资银行对所有为客户进行投资和对冲的清算及结算收取费用。此外，银行可以托管客户的

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

证券。这是银行重要的收益来源，比如，2008年摩根大通公布的全球证券服务收入（清算和保管相关收入）接近46亿美元（占净收入的7%），托管的资产超过13万亿美元。

习题

1. 试比较，信用评级研究员与卖方研究员为投资者提供的服务有何不同？
2. 经营风险与财务风险有何不同？
3. 2007～2008年信贷危机期间，什么导致了担保债务凭证的价值下降？
4. 针对穆迪、标准普尔和惠誉的批评主要有哪些？
5. 2001年，纽约证券交易所从分数定价系统（股票价格以1/8美元为单位递增）转变成小数定价系统（股票价格以1美分为单位递增）。请解释，这为何有利于交易员的“抢跑”现象？
6. 场外交易衍生品为什么可能比交易所交易衍生品风险更大？
7. 衍生品的结算与证券的结算有何不同？

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 8 章　国际投资银行业务

投资银行经营的是全球性业务，大多数大型投资银行在 20 多个国家开展业务。本章集中讨论：①欧洲市场；②日本、中国与新兴市场的融资和顾问业务；③全球首次公开发行市场；④国际投资银行业务的其他主题。

8.1　欧洲市场

欧洲市场泛指证券的发行和持有不在发行人所在国的国际资本市场。该市场交易的债券称为欧洲债券。欧洲市场是为了公司和主权实体进行跨国融资而产生的，最初出现于 20 世纪 50 年代的“冷战”时期。当时，苏联非常担心存在美国的美元（这些美元大部分是通过出售石油而得到）会被美国政府冻结，于是将美元存入欧洲的银行，以此来脱离美国政府的管制。由于对外国公司的美元贷款受到管制，加上存款利率有上限限制，美国的银行也将大量的美元转到其在欧洲的商人银行机构。这导致伦敦拥有大量的美元存款，极大地促进了欧洲市场的发展，尤其是在 20 世纪 80 年代石油输出国组织（欧佩克，OPEC）国家将石油销售所得美元也存入欧洲以后。

不仅伦敦是欧洲市场的非官方金融中心，法兰克福和巴黎也是主要的金融中心。欧洲城市之所以可以主导该市场主要归功于其地理优势，离美洲和亚洲都比较近。欧洲市场也包括一些加勒比地区国家，如开曼群岛也有大量的外币存款。欧洲市场非常活跃，主要原因在于该市场没有受到监管，投资收益有时更高。这个市场成为全球流动性的重要来源。

欧洲债券是以持有人形式（债券归任何持有债券的人所有，而不是注册制下所有者必须先进行注册）在交易所挂牌的债务工具。这些债券的发行和交易都在欧洲债券发行货币所属国之外，而且还不受这个国家监管。这些债券所获得的利息收益可以免除预提税，债券一般也不在任何监管部门注册。例如，一家美国公司的本地债券要接受美国证券交易委员会的监管，但是欧洲债券不需要（除非向美国投资者发行）。整个市场是通过国际资本市场协会（ICMA）自律。欧洲债券的发行人一般是跨国公司或者有高信用等级的主权实体。国际银行承销辛迪加通常会承销欧洲债券的发行并将这些债券分销给很多国家的投资者（不包括发行人所属国家）。

欧洲债券的发行形式有很多种，包括固定利率附息债券（利息一般以年计，到期偿还本金）、可转换证券、零息债券、浮动利率票据。以美元形式发行的欧洲债券被称为欧洲美元债券；以日元发行的欧洲债券被称为欧洲日元债券。欧洲债券的发行货币可以是很多种，包括英镑、欧元、

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

加拿大元等。欧洲债券通常以发行货币来命名。几乎所有的欧洲债券都是以电子形式持有的，而不是实物形式，并且通过 Euroclear 或 Clearstream 这两个全球电子存储系统进行结算。

伦敦金融市场

世界最大的金融机构中有 1/4 都将其欧洲总部设立在伦敦。超过 550 家银行和 170 家全球性证券机构都有伦敦分支机构，比在世界任何其他城市都多。伦敦外汇市场是全球最大的外汇市场，日均交易量超过 5 000 亿美元。伦敦市场拥有 1/3 以上的场外交易衍生品市场，管理着约一半的欧洲机构权益资本。伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）——银行间短期贷款利率，作为最广泛使用的基础利率每天向全世界公布，作为贷款定价参考。

8.2 日本金融市场

20 世纪 80 年代，日本的股票市场发展非常迅速。日经 225 指数的市盈率高达 70 倍，几乎是美国标准普尔 500 指数的 4 倍（后者拥有 18 倍的市盈率）。日本股票市场的发展要归功于高房地产价格和交叉持股的所有权结构（这在日本很常见）。不幸的是，日经 225 指数在 1990 年 1 月达到 39 000 点以后，便在当年下跌了 50%。尽管该市场此后也有波动，但再也回不到历史最高点了，截至 2009 年年中，该指数下跌到 10 000 点以下。与日本金融市场遭受重创有关的那起创新性投资银行交易将在第 9 章中的日经指数认沽权证部分说明。

在过去的 20 年里，日本主要银行机构经过兼并后发生了翻天覆地的变化。目前的三大银行是：三菱日联金融集团、瑞穗金融集团和三井住友金融集团。以上三家银行都主要经营商业银行业务，也经营有限的证券业务。2008 年，随着信贷危机削弱了华尔街的很多银行，瑞穗金融集团向摩根士丹利投资重金，收购了 21% 的股份。日本最大的纯证券公司是野村证券和大和证券。2008 年雷曼兄弟破产时，野村证券收购了雷曼大部分的亚洲和欧洲业务，极大地扩展了其在全球投资银行中的份额。

8.2.1 日本的并购

严厉的监管环境使得日本的并购市场发展一直很缓慢。然而，10 年前颁布的新法律加快了并购交易的步伐。2003 年，新法律允许非日本公司用其股票购买申请破产保护的日本公司。随后，2007 年的法律允许外国公司使用其股票收购日本公司。其他法律也降低了在日本进行收购的股东批准门槛。因此，日本并购活动预期将在未来得到增长。

在日本，最成功的一项外资并购由美国的一家私募股权投资机构里普伍德发起。里普伍德主导了 2000 年面临严重财务问题的长期信用银行（LTCB）的收购交易。作为收购协议的一部分，日本政府同意其购买长期信用银行的任何贬值在 20% 以上的资产，并在收购后允许购买更多。长期信用银行由此重新命名为新生银行。新的管理团队和里普伍德的持续支持使该银行开始赢利。里普伍德随即通过协助新生银行在 2004 年上市而退出投资，4 年持有期，该项投资获得了 10 亿美元的利润。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

8.2.2 日本的权益融资

日本的权益承销中，超过 70% 是由野村证券、三菱日联证券和大和证券主导的。尽管外资投资银行也可以承销日本证券，但是这些投资银行的分销网点不足，导致大部分承销业务只直接针对在东京或大阪证券交易所二板市场交易的公司（二板市场交易的一般是中型公司，大盘公司在主板市场交易）。然而，一旦主板上市公司需要强大的海外分销能力，外资投资银行也能够担当联席账簿管理人，与日本的这三家券商之一合作。

8.2.3 日本的证券交易

日本的政府债券以短期国库券、长期附息债券和零息债券的形式发行，期限从 2 年到 30 年不等。日本财务省管理债券招标，日本的银行、证券公司以及合格的外资机构可以参加竞标。

日本公司一直以来主要通过银行贷款进行债务融资，导致日本公司债券市场占全国 GDP 的比重与美国和英国相比小得多。然而，过去 15 年是日本银行业的困难时期，日本公司债券市场迅速发展起来。银行为其贷款业务设定更加严格的要求，并鼓励许多客户允许银行承销债券，而不只是贷款。这个趋势使得美国和欧洲的几家机构杀入日本债券承销排名的前几位。

权益证券的交易主要集中在东京证券交易所，该交易所占全国 80% 的交易量。除了日本公司以外，一些非日本公司也在东京证券交易所挂牌交易其股票。日本的其他证券交易量来自于另外四家交易所：大阪证券交易所、名古屋证券交易所、福冈证券交易所、札幌证券交易所。

8.3 中国金融市场

随着监管的放松和经济的高速增长，中国的金融市场增长迅速，专业性也在不断提高。这个增长与 1996 年政府放松外汇政策有关。监管放松后，人民币（在一定限制条件下）可兑换成其他货币。2002 年中国放松对合格境外机构投资者（QFII）的管制，允许合格的外国投资者通过 A 股账户参与中国的股票市场和债券市场。许多非中国金融机构由此获得了合格境外机构投资者资格，并能够参与到这些市场中。

8.3.1 中国的并购

一直以来，中国的非本国并购活动受到限制。然而，由于 2001 年中国加入世界贸易组织，中国现在拥有更多的外资投资机会。中国对很多国有资产进行了重组，并鼓励一些企业合并为更大的企业。这导致大量的国有企业进行重组或者与外国企业合作。在中国，政府高度介入所有并购交易，商务部和国家发展改革委员会不仅仅关注反垄断，还关注交易造成的经济和社会影响。商务部是外资投资的主要监管者，对并购有管制和批准的权力。国有资产监督管理委员会和中国证券监督管理委员会也参与批准、监督和监管国有企业与上市公司的并购交易。

外国公司不允许直接在中国开展业务，必须通过外商投资企业才能在中国开展业务。外资股份在外商投资企业的所有权比例限制在不同的行业是不一样的：对于有些行业可以是 100%，但

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

是对于其他很多行业，外资股份比例是受限的。外商投资企业的形式有很多种，包括中外合资企业、外商独资企业和中外合资股份有限公司。

8.3.2 中国的权益融资

上海证券交易所和香港证券交易所是中国最大的两个证券交易所。2007年，两个证券交易所交易的本地股票市值总计达6万亿美元。2008年，尽管由于全球金融危机，股票市值下降（在2008年年底的总市值是2.8万亿美元，还不到2007年的一半），但是这两个交易所还保持着世界第六和第七的位置。2009年，这两个交易所的市值迎来了强力反弹。中国第三大交易所是深圳证券交易所。2008年年底，该交易所交易的市值是3 530亿美元。深圳证券交易所设立的意图是希望使其成为中国成长型公司的融资市场，与美国的纳斯达克相似，专门针对低市值公司和高科技公司。2009年7月，中国证券监督管理委员会批准了深圳证券交易所创业板。

中国公司可以在上海或深圳交易所发行A股或B股。只有中国居民和合格境外机构投资者才能在A股市场进行交易，交易以人民币计价。外国投资者以及2001年后中国居民都可以购买B股。B股股票以人民币计价，不可以转换成A股，但以美元（上海证券交易所）或港元（深圳证券交易所）进行交易。B股产生的股息和资本利得可以输出到境外，外国证券机构可以作为这些股票的经销商。

外国投资者也可以通过购买在中国香港挂牌上市的股票（H股）投资于中国股票。这些股票是中国公司为了离岸融资而挂牌上市的，只能由外国投资者或中国香港居民（而非中国内地居民）进行交易。H股以港元计价。受中国内地公司控制或收入主要来自中国内地的、总部设在中国香港的公司（可在中国香港或离岸管辖区注册成立）的股票称为“红筹股”。

中国香港市场上H股和红筹股的增长和流行，导致B股市场的萎缩。目前，中国内地两个交易所的A股数量是B股的10倍，B股的总市值不到A股的1%。由此导致境外机构大规模撤资，B股市场的流动持续萎缩。目前，B股投资者绝大部分是国内个人投资者。由于单独设立A股市场和B股市场的效用已经不大，外界推测中国监管部门正在考虑将B股市场合并到A股市场。

瑞银、高盛、摩根士丹利在中国香港H股承销排行榜上一直占据主导地位。在中国内地，包括中国国际金融有限公司（摩根士丹利拥有1/3的股份，但不参与管理）和银河证券在内的中国证券公司，占领了A股承销排行榜。

8.3.3 中国的证券交易

200多只债券产品在上海证券交易所交易，包括国债、企业债券（由国有企业发行）、公司债券和可转换证券，也有1 000多家上市公司股票、超过25个证券投资基金和20个认股权证在交易所交易。

中国的公司债市场非常小，交易量可以忽略不计。中国的银行提供了几乎所有借款人所需的债务融资。只有6%的债券是非金融企业发行的，仅占中国企业融资总需求的1.5%。企业资金有84%来自银行贷款，14.5%来自股票发行。中国债券市场有三个主要的参与者：中央银行占37%的市场份额，中国政府占31%的市场份额，中国政策性银行占23%的市场份额。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

中国政府债券在交易所和场外交易市场都能交易。财政部发行国债、建设债券、财政债券和其他“特殊”债券。政策性银行，如进出口银行和中国国家开发银行发行债券以支持基础设施项目和战略性产业。一般认为这些债券的风险只比政府债券略大一些。由政府和政策性银行发行的债券是中央银行重要的货币政策和财政政策的管理工具。

8.3.4 中国的国际投资银行活动

大多数大型投资银行都积极寻找在中国开展业务的机会。然而，由于中国政府的严格监管控制，这些银行只能进入国内市场的某些领域。此外，根据银行进入中国市场的时间，由于当时的立法规定，中国政府的授权级别不同。一般情况下，这些银行只能通过与中国证券公司合资，参与国内的证券承销，外资银行在合资公司中只能拥有不超过1/3的股份。高盛和瑞银分别于2004年和2005年成立合资公司，这也是仅有的允许对其合资公司进行管理的两家外资银行。其他三家获得国内证券承销业务资格的外资银行（摩根士丹利、瑞信和德意志银行）在其合资公司中只有被动的所有权。专栏8-1概括了大型外资银行在中国的投资。表8-1总结了外资投资银行在中国的收入情况。

专栏8-1　外资银行在中国的投资

- 摩根士丹利与中国建设银行于1995年合资成立中国国际金融有限公司（CICC）。
- 2002年，花旗集团以6 700万美元收购上海浦东发展银行5%股份。
- 高盛持有高华证券合资公司33%所有权，在2004年年底成立高盛高华。这为高盛进入中国国内证券承销业务开辟了途径。
- 2005年，瑞银收购北京证券20%股份，并获得中国国内证券承销资格。
- 2005年，美国银行（美林）与华安证券签订合资协议，其中美林在合资企业中占有33%的股份。然而，在2007年，由于未能获得中国政府批准，美国银行与华安证券取消合作协议。
- 2005年，美国银行（美林）和苏格兰皇家银行，还有其他投资者共同以3.1亿美元收购中国银行10%股份。
- 2008年，瑞信与方正证券合作，在2009年获得国内证券承销的批准。
- 2005年，美国银行最初支付30亿美元收购中国建设银行9%股份。2008年年底，追加70亿美元投资，持有中国建设银行的股份达到19.1%。2009年5月，美国银行以73亿美元出售中国建设银行5.7%的股份。
- 高盛、安联和美国运通在2006年以3.8亿美元收购中国工商银行10%的所有权。2009年6月期间，高盛出售中国工商银行1%的股票，收回1.9亿多美元资金，此后高盛还留有中国工商银行4%的股份。
- 德意志银行与山西证券的合资公司于2009年成立。该合资公司被命名为中德证券，并获得证券监管部门的批准。
- 已有超过30家机构成立了QFII，并获准超过40亿美元的投资额度。

资料来源：Company press releases.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 8-1 外资投资银行在中国的证券业务收入

外资（非中国）投资银行（阴影）在中国成功地获取大量投资银行佣金收入。

中国并购、权益资本市场、债务资本市场收入排名（2007 年）				中国并购、权益资本市场、债务资本市场收入排名（2008 年）			
	银行	收入（100 万美元）	百分比（%）		银行	收入（100 万美元）	百分比（%）
1	瑞银	276.5	12.4	1	瑞银	75.6	8.0
2	摩根士丹利	250.4	11.2	2	摩根士丹利	74.8	8.0
3	高盛	186.1	8.3	3	瑞信	59.8	6.4
4	摩根大通	142.3	6.4	4	中信证券	53.2	5.7
5	美银美林	135.4	6.1	5	野村证券	52.8	5.6
6	瑞信	107.0	4.8	6	中国国际金融有限责任公司	51.0	5.4
7	中国银行	101.8	4.6	7	花旗集团	46.1	4.9
8	德意志银行	92.4	4.1	8	摩根大通	44.3	4.7
9	中国国际金融有限责任公司	89.9	4.0	9	美银美林	41.8	4.4
10	花旗集团	85.7	3.8	10	高盛	37.3	4.0
	小计	1 467.4	65.8		小计	536.4	57.0
	总计	2 230.0	100.0		总计	940.5	100.0

资料来源：Dealogic.

8.4 新兴金融市场

新兴市场国家是指处于发展中国家和发达国家之间过渡阶段的国家。如印度、墨西哥、中国、东南亚的大多数国家、东欧和中东地区国家（表 8-2 列出了 MSCI 巴伦新兴市场指数中所包括的国家和地区）。

表 8-2 MSCI 巴伦新兴市场指数

MSCI 新兴市场指数衡量的是全球新兴市场的股票市场表现。该指数是调整后的浮动调整市场资本指数。截至 2009 年 9 月，该指数共包括 22 个新兴经济体。

巴西	智利	中国	哥伦比亚	捷克
埃及	匈牙利	印度	印度尼西亚	以色列
韩国	马来西亚	墨西哥	摩洛哥	秘鲁
菲律宾	波兰	俄罗斯	南非	中国台湾
泰国	土耳其			

资料来源：MSCI Barra.

在新兴市场开展投资银行业务，意味着巨大的收入机会和相应的高风险。一些投资银行率先在这些国家和地区开展业务，并已经非常成功。最成功的银行包括花旗集团、高盛、瑞银、摩根大通、摩根士丹利、德意志银行和瑞信。这些机构的业务活动十分广泛，包括证券承销、银团贷款、并购顾问以及大量的交易和投资。

在这些国家或地区开展投资银行业务随之而来的就是不断上升的风险，包括货币风险、政治风险、流动性风险、会计风险、税务风险和波动性风险。一些国家和地区的信用市场和股票市场

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

的混乱，导致货币迅速、有时是预料之外的变化。如果政府没收财产或发生政变，政治风险会对证券市场造成重大影响。流动性崩溃也会显著影响一个国家和地区的证券市场。政府对外国投资的限制、控股的创始投资者拒绝接受股份控制或者股息，都会引起流动性崩溃。新兴市场的会计和税收政策，有时会以先发制人的方式发生变化，使投资和承销业务置于风险之中。最后，大多数新兴市场都具有高波动性特点，偶尔的剧烈波动使证券价格预测和对冲都很困难。

尽管存在这些风险，大多数大型投资银行还是会优先考虑其新兴市场业务的发展，因为这些国家和地区有望快速成长并发展成更有效的资本市场。其中许多国家和地区正在改善其法律制度，以更好地支持协议的履行。这些国家和地区还在不断提高信息披露要求和企业治理准则。最后，这些国家和地区都在进行国有企业私有化，允许私人股权所有制。所有这些都表明，如果投资银行能够正确地监测和控制风险，在这些国家和地区扩张业务并赢利是可能的。

8.4.1 债券

对新兴市场国家和地区及其发行的债券进行评级，是证券市场持续发展的重要因素。评级是由评级机构（如标准普尔、穆迪和惠誉）、专业的出版物（如《机构投资者》）等给出的（见表8-3）。除了影响一个国家和地区的货币，主权信用评级也会对投资者的整个投资产生重要影响。例如，大多数机构投资者不能投资低于一定信用评级的国家和地区。因此，信用评级的提升可以扩大一个国家和地区的潜在投资者范围。

表8-3 全球新兴市场国家和地区的信用评级

排名（2009年3月）	国家和地区	机构投资者的信用评级	年变动额
25	中国台湾	78.8	-1.6
27	智利	76.7	-0.7
32	捷克	74.7	-1.7
34	中国	74.1	-2.4
36	韩国	72.6	-7.3
38	波兰	71.5	-1.5
39	马来西亚	70.3	-2.6
43	以色列	67.8	-1.4
45	墨西哥	65.7	-3.6
47	俄罗斯	64.6	-4.8
48	巴西	62.5	1.9
50	南非	61.1	-4.7
52	印度	59.9	-2.8
54	泰国	59.6	-3.5
55	匈牙利	59.2	-7.6
56	秘鲁	58.8	1.1
60	哥伦比亚	55.3	0.6
63	摩洛哥	53.7	-1.4
69	埃及	49.9	-0.8
72	土耳其	49.0	-3.0
74	印度尼西亚	47.5	-0.7
75	菲律宾	47.1	-2.6

资料来源：Institutional Investor.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

新兴市场债券（及其他新兴市场债务证券）二级市场的年交易额估计超过6万亿美元。新兴市场债务证券包括布雷迪债券（见后文）、主权和公司欧洲债券、本地市场债务和主权贷款。约50%的交易量以发行人所在国或地区货币计价并在发行国或地区交易。

8.4.2 银团贷款

银团贷款在历史上一直是新兴市场国家和地区主要的新资金来源。不幸的是，在20世纪80年代，这些贷款大部分违约了。为了减少银行累积的损失，1989年创造了布雷迪债券：债券被发行给银行，用以换取银行的不良贷款。在大多数情况下，这些债券是可交易的，并由各国政府担保。此外，这些债券通常由30年期美国零息国债作为抵押，债务国联合国际货币基金组织、世界银行和本国外汇储备购买这些美国国债。这使银行得以消除其资产负债表上的债券，借款人也重获还清现有债务和发行新债的能力。大部分布雷迪债券目前已经偿还。

8.4.3 权益

许多新兴市场国家和地区已撤销了大部分关于外国投资者购买权益的限制。但是，在大多数国家和地区的国际投资银行业务仍受到一些限制。新兴市场国家和地区的权益交易活动，主要涉及这些国家和地区大公司发行的美国存托凭证（ADR）和全球存托凭证（GDR）。另外一个投资银行的交易活动是新兴市场交易所交易基金。这些基金通常由MSCI巴伦（从摩根士丹利剥离）创建的指数为基准，使投资者可以基于每个国家和地区的指数、在美国以美元对新兴市场国家和地区风险暴露进行投资（MSCI巴西指数基金、MSCI南非指数基金、MSCI中国台湾指数基金等）。MSCI巴伦还有一个基础更广的指数——MSCI新兴市场指数基金，该指数基金包括表8-2所列国家或地区的权益市场风险暴露。

8.4.4 并购

大多数大型投资银行已在新兴市场开展并购业务。要在这个市场取得成功，必须仔细权衡风险和预期收益。需要格外慎重考虑的风险包括知识产权风险、政治风险、法律风险、流动性风险、操作风险和财务风险。所有这些风险在新兴市场国家和地区都要高很多，所以都应该列为交易考虑因素。例如，在运用现金流折现法为并购估值时，加权平均资本成本（WACC）在这些国家和地区应该调高。各个国家和地区间差异巨大的潜在增长率也应重点考虑。表8-4列出了新兴市场国家和地区并购活动的排名。

表8-4 2008年和2009年上半年新兴市场并购排名

2008年拉丁美洲并购顾问业务排名[①]				2008年东欧并购顾问业务排名[①]			
排名	顾问	价值（10亿美元）	数量	排名	顾问	价值（10亿美元）	数量
1	瑞信	30.2	38	1	美银美林	68.8	35
2	摩根大通	24.4	31	2	摩根大通	53.0	32
3	花旗集团	22.9	30	3	瑞信	41.1	23

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

2008 年拉丁美洲并购顾问业务排名①

排名	顾问	价值（10 亿美元）	数量
4	瑞银	20.6	38
5	高盛	19.7	16
6	罗斯柴尔德	14.1	15
7	巴西布拉德斯科银行	10.2	10
8	巴西伊塔乌银行	8.6	6
9	摩根士丹利	6.6	15
10	美银美林	5.6	18

2008 年东欧并购顾问业务排名①

排名	顾问	价值（10 亿美元）	数量
4	国际金融公司	37.0	34
5	KIT 金融控股公司	31.2	22
6	德意志银行	19.8	32
7	复兴资本	19.8	17
8	瑞银	12.1	8
9	花旗集团	12.0	15
10	Otkritie 金融公司	11.9	49

2009 年上半年拉丁美洲并购顾问业务排名①

排名	顾问	价值（10 亿美元）	数量
1	摩根士丹利	17.4	7
2	罗斯柴尔德	16.6	11
3	巴西伊塔乌银行	14.1	6
4	摩根大通	9.0	16
5	花旗集团	8.1	10
6	瑞信	7.5	10
7	瑞银	5.3	7
8	巴克莱	2.8	2
9	加拿大帝国商业银行	2.6	2
10	阿特拉斯战略顾问	2.5	1

2009 年上半年东欧并购顾问业务排名①

排名	顾问	价值（10 亿美元）	数量
1	摩根大通	10.0	13
2	美银美林	8.5	5
3	瑞信	5.2	6
4	德意志银行	5.0	6
5	俄罗斯天然气工业银行	4.8	3
6	花旗集团	4.3	2
7	罗斯柴尔德	3.9	7
8	法国巴黎银行	3.8	3
9	苏格兰皇家银行	2.8	7
10	奥地利中央合作银行	2.6	9

① 包括任何形式：收购、标购或剥离。

资料来源：Dealogic.

8.5 全球首次公开发行市场

2007 年，全球首次公开发行（IPO）募资额接近 3 000 亿美元，其中巴西、俄罗斯、印度和中国（金砖四国）为 1 050 亿美元（占 35%）。三年前的 2004 年，这四个国家首次公开发行募资额只占总额的 11%（见图 8-1）。2008 年，金砖四国占全球首次公开发行市场的份额暂时下降到 22%，主要是由全球信贷危机导致的持续不确定性和市场动荡所造成的。然而，到 2009 年年中，金砖四国首次公开发行增长势头旺盛，包揽了全球首次公开发行几乎一半的份额。

因为美国加强监管、公认会计准则（GAPP）的要求、美国的高融资成本以及其他国家股票市场的发展，导致大多数国际性首次公开发行在美国以外发行（见图 8-2）。

8.5.1 巴西的首次公开发行市场

2007 年，巴西成为全球第三大首次公开发行市场，占全球首次公开发行募资额的 10% 以上。共有 64 家公司在巴西通过首次公开发行募集了 273 亿美元，比 2006 年增长了 251%。几乎所有这些公司都在圣保罗证券交易所（BOVESPA）挂牌。圣保罗证券交易所于 2007 年上市，募资 32

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

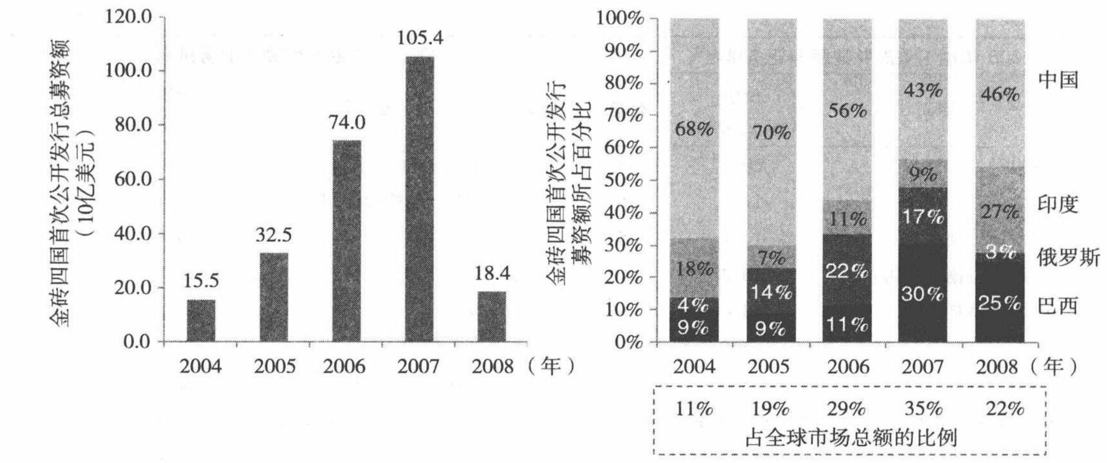


图 8-1 金砖四国首次公开发行

资料来源：Dealogic.

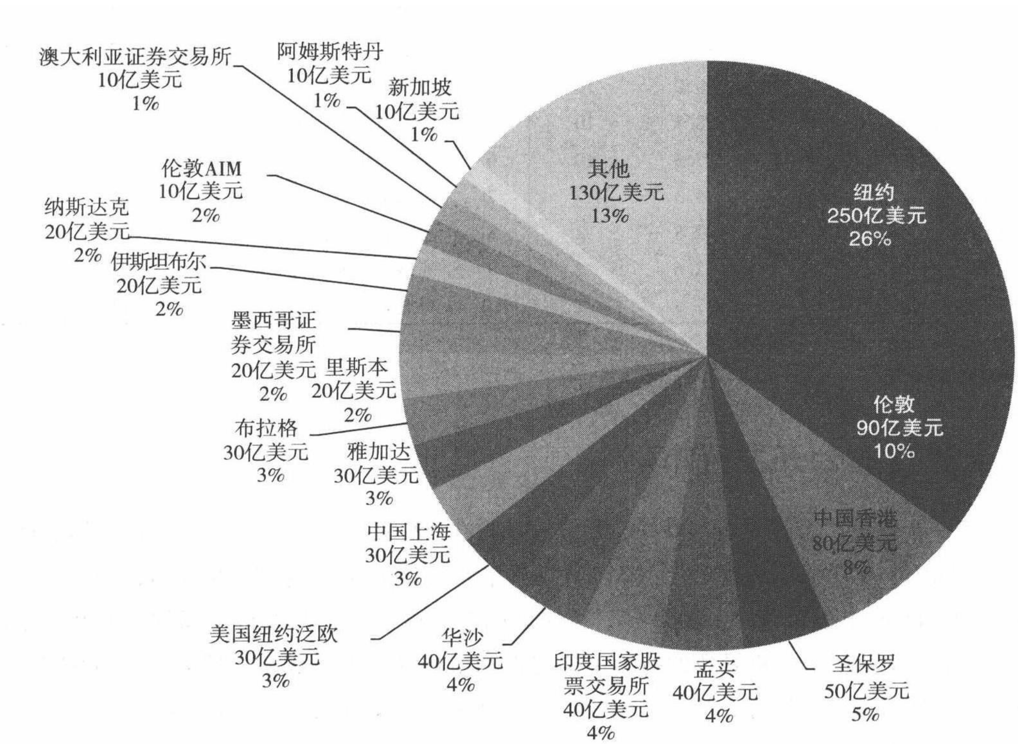


图 8-2 2008 年全球首次公开发行募资总额[①]

① 在多个交易所挂牌时，会重复计算。

资料来源：Dealogic.

亿美元，是当时巴西有史以来最大的首次公开发行。2008 年，圣保罗证券交易所与巴西商品期货交易所（BM&F）合并，创建新的巴西交易所（BM&FBOVESPA）。因为采用美国式的公司治理标准，一股一票规则，提高透明度，少数股东保护，更高要求的信息披露，该交易所吸引进入巴西

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

股市的外资量已经破了历史记录。2007年，外国投资者购买的巴西股票是总发行量的2/3以上。

巴西家庭经营企业典型的商业计划是，向私募股权投资基金或对冲基金来募集25%～30%的资金，通过收购实现增长，当规模足够大时，首次公开发行便成为下一个资金来源。同时，由于公司拥有足够的收购资金，这又进一步促使公司的增长。

2008年，标准普尔将巴西的信用评级提升为投资级的BBB-。这对进一步扩大巴西的权益和债券市场投资者群体来说是非常重要的一步，因为这使得国际养老金和其他机构第一次能够在巴西投资。

8.5.2 俄罗斯的首次公开发行市场

2000～2007年，俄罗斯的资本市场发展十分迅速，股票市值翻了10倍以上。2007年，俄罗斯首次公开发行市场的募资额达到190亿美元，共有20家公司首次公开发行，平均融资规模达9.48亿美元。这些新发行的股票主要来自金融服务、房地产、能源与电力行业。俄罗斯第二大国有银行——外贸银行80亿美元的发行规模，是当年全球最大的首次公开发行。2007年，俄罗斯占全球首次公开发行市场的7%。与巴西相似，2008年，由于全球信贷危机，俄罗斯的首次公开发行市场显著放缓（全球其他资本市场也是如此）。

法律规定，俄罗斯公司在本国挂牌交易的股票要占到其股票总量的30%以上。然而，俄罗斯本地市场的流动性只能够支持5亿美元以下的较小规模首次公开发行。虽然莫斯科交易所已经采取很多措施来改进上市过程、市场基础设施和交易体系，但其所提供的流动性还是有限的，价格体系也不透明。随着时间的推移，这些改进措施会提高该交易所对发行人和投资者的吸引力。

俄罗斯的大公司最流行的权益融资方式是，发行全球存托凭证（GDR）在伦敦挂牌，并同时在莫斯科发行上市，这样能够同时拥有本地投资者和国际投资者。一些国际投资者担心俄罗斯监管的不透明性，特别是有关税务、财务报表和法律结构方面。除非这些不明朗因素减少，否则俄罗斯全球存托凭证的国际需求还是有限。作为伦敦上市的替代，有些俄罗斯公司在中国香港上市。此外，乌克兰和哈萨克斯坦都已经有公司在伦敦和中国香港发行上市。

私募股权投资基金和对冲基金为规模在2 000万美元以下的交易提供重要的Pre-IPO融资。2007年信贷危机开始之前，俄罗斯的银行大量收回资金，这些另类投资者弥补了资金缺口，使俄罗斯公司得以继续进行融资收购。通过并购实现增长的公司积极参与首次公开发行市场。一旦上市，许多公司使用股票作为收购货币，来进一步促进公司的增长。

8.5.3 印度的首次公开发行市场

2007年，印度的首次公开发行市场进行了106笔交易，募资额为88亿美元，是历史最高的年募资额。平均交易规模为8 300万美元，远小于巴西和俄罗斯市场。然而在2008年，信实电力完成了30亿美元规模的首次公开发行，为未来的大规模首次公开发行创造了基础。印度首次公开发行发行人主要来自工业、能源与电力、金融、地产行业。随着印度不断地建设公路、电厂和港口，预计工业和电力行业将是首次公开发行的主力，因为这些行业是基础设施项目的直接受

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

益者。

根据严格的法律限制，外国机构投资者在每家印度上市公司的投资不能超过发行额的10%。然而，总量上看，外资提供了首次公开发行市场约3/4的资金。法律规定，首次公开发行的印度公司必须在孟买证券交易所或印度国家股票交易所等本国交易所挂牌上市。但是，在国际证券交易所进行两地上市是允许的。两地上市主要有两条路径。印度的高科技公司，由于其客户主要在美国，所以这些公司往往选择在美国两地上市，因为美国投资者可能会更了解公司的价值。金属和采矿企业，通常选择在伦敦证券交易所的AIM市场进行两地上市，因为它吸引了这个行业的许多全球投资者。大多数募资额1.25万美元以上的首次公开发行，根据144A条例，允许向美国的合格机构投资人募资。

2007年，孟买证券交易所和印度国家证券交易所20%的股份由国外投资者持有，其中包括纽约泛欧交易所、德意志交易所和新加坡交易所。由此带来的管理和监管方面的分享，有助于印度交易所的发展。印度高GDP增长率和约35%的高储蓄率，提供了一个巨大的可用资金池。交易所的不断壮大和首次公开发行质量的不断提高，使得更多投资资金配置到股票市场。2005年，印度的权益占总储蓄比例不到2%。到了2007年，这个比例已经增长到5%以上。持续增长的权益投资配置将大力促进印度权益市场的持续增长。

对冲基金、私募股权投资机构和风险投资机构都会对印度公司进行Pre-IPO投资，近年来这些投资机构已成为印度首次公开发行市场的主要驱动力。国际投资者对印度小公司的投资热情会不断高涨，因为政府宣布欢迎任何在其本国受到监管的基金在印度投资。

8.5.4 中国的首次公开发行市场

2007年，大中华区在首次公开发行募资额（募集660亿美元）和上市数量（259家）上都遥遥领先。这一年的募资额几乎是美国340亿美元募资额的2倍。因为政府为推动上海证券交易所发展而制定的新政策，上海的募资额中约2/3是H股发行人（在中国香港挂牌的第一批首次公开发行的中国大型企业）。此外，许多中等规模公司在中国内地的首次公开发行平均交易规模为2.55亿美元。2007年，中国募资额前四名的行业是：金融服务、工业、房地产、金属和采矿。有史以来中国最大的首次公开发行是2006年中国工商银行220亿美元的融资：在中国香港募集160亿美元，在中国内地募集60亿美元，两地同时上市。这甚至打破了美国最大的首次公开发行记录——VISA在2008年募集196亿美元。

在上海证券交易所上市的中国内地公司（A股）相对于在中国香港证券交易所上市的中国内地公司（H股），往往存在一个溢价，而且同一家公司的A股和H股之间也存在。2007年新发布的指数（恒生中国AH溢价指数），被用以跟踪两地上市公司A股和H股之间的价格差异。该指数跟踪的溢价已高达100%。出现这种异常情况的原因是，中国严格的资本管制导致了供给和需求的不平衡。虽然中国的个人财富迅速增长，但由于资本管制，中国内地投资者只能在中国内地投资于数量有限的上市公司，而不能投资于香港或任何中国内地以外的海外市场。结果，中国内地投资者有限的投资机会造成了需求过度。中国政府为此建议考虑首先允许中国内地个人投资者可以购买H股（红筹股），以降低香港、上海两地上市中国公司的价格差异。

中国有不少公司在境外上市。然而，为使上海证券交易所发展成为国际金融中心，中国政府

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

在 2006 年通过的规定使中国企业在境外上市变得更加困难。只有少量国内企业获准在中国和境外交易所两地上市，而且审批的过程也不是很透明。2007 年，中国电子商务公司阿里巴巴是第一家不在纳斯达克（一直以来有大量的海外科技公司在此上市）上市的亚洲主要科技公司。阿里巴巴获得了一个极高的市盈率，并通过在中国香港证券交易所上市募集了 17 亿美元。2009 年，中国决定允许合格的外国企业在中国的交易所发行股票及全球存托凭证（GDR）。

与中国内地的交易所相比，中国香港证券交易所在进入全球资本市场、提高品牌知名度、提高公司治理标准和减少波动方面更有优势。相对于香港证券交易所主要面向外国投资者并以港元结算，上海交易所和深圳交易所则侧重于本地个人投资者，交易在外汇管制下进行，并使用人民币作为结算货币。因此，中国香港和中国内地的交易所不完全具有可比性，两者都不处于主导地位。

离岸注册的中国私营企业可以选择上市地点（不仅仅为中国内地）。通常情况下，这些公司倾向于在香港上市，以吸引全球的机构投资者，包括 S 规则与 144A 条例下的欧洲和美国的机构。

规模较小的民营离岸公司通常考虑在新加坡或伦敦 AIM 市场上市。根据 2006 年通过的法规要求，中国公司采取离岸架构需要得到多个中国政府部门的批准，其中包括上市前需要获得中国证券监督机构的批准。

8.6 美国存托凭证

美国存托凭证（ADR）代表美国投资者在非美国公司的股票所有权。美国存托凭证由美国的存托银行发行并由发行国保管人（存托银行的代理机构）托管。美国存托凭证代表投资者有权获得银行持有的非美国公司股份（虽然实际操作中投资者通常不会收到这些股份）。美国存托凭证以美元定价和支付股息。这方便了投资者，但同时也带来了货币风险。美国存托凭证所代表的非美国公司的股份被称为美国存托股份（ADS）。

美国存托凭证的投资者可以通过在美国的证券交易所购买或在其原发行市场购买非美国股票，然后将其存放在银行以交换一个新的美国存托凭证或对现有的美国存托凭证进行互换交换。

投资银行积极帮助非美国公司以美国存托凭证形式在美国上市。外国公司利用美国存托凭证来筹集资金、增加流动性并扩大公司在美国市场的影响。有时发行人也用美国存托凭证作为收购的支付对价。

在美国市场上交易的美国存托凭证的价格以非美国公司在其本国市场的股价为基础。这个价格需要根据汇率不断进行调整，所以美国存托凭证的价格具有高波动性。美国存托凭证的价格也受到本国的会计、法律和政治差异的影响。虽然大多数非美国公司提供基于公认会计准则的财务信息，但由于预测、不确定的税务影响以及发行公司本国独有的调整等原因，必须要谨慎从事。

美国存托凭证以 F-6 形式在美国证券交易委员会注册，一些符合条件的非美国公司可享有豁免。

全球存托凭证与美国存托凭证很类似，只是全球存托凭证是非美国发行人在本国以外的两个或两个以上市场发行。市场上也存在一些其他的存托工具，如欧元存托凭证（在欧元区内交易并

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

代表总部设在欧元区之外的公司股权）和新加坡存托凭证（在新加坡进行交易但代表总部在新加坡以外的公司股权）。

8.7 标准化的国际财务报告

2002 年，欧盟达成共识，所有欧洲上市公司的财务报告都使用同一个框架，即国际财务报告准则（IFRS）。国际财务报告准则最终于 2005 年通过，现已成为全球主要的财务报告准则。

加拿大、印度、巴西、中国、韩国和日本预计也要采取国际财务报告准则或与国际财务报告准则接轨，由此，大约 65% 的《财富》500 强企业将使用国际财务报告准则编制财务报告。美国证券交易委员会已经宣布，外国私募发行人如果按照国际财务报告准则编制财务报表，可以不再使用美国公认会计准则进行解释。现在，美国证券交易委员会可能也会采用国际财务报告准则作为美国公司的财务报告框架。2008 年 11 月，美国证券交易委员会发布了一个转换的路线图，提出从 2009 年开始自愿转换（财务年度在 2009 年 12 月 15 日或之后结束的），2014 年进入强制转换。

国际财务报告准则的一个麻烦在于，它只适用于上市公司，并不适用于一些国家的非上市公司。因此，非上市公司必须使用国家标准而不是国际财务报告准则来编制财务报表。例如，在德国，上市公司按照国际财务报告准则准备财务报表，而非上市公司按照德国通用会计准则准备财务报表。因此，如果一个非上市的德国公司准备启动首次公开发行，该公司可能要花费相当多的资源将德国通用会计准则的财务信息转换到国际财务报告准则下的财务信息。

尽管花费了最初的转换费用，通用的全球财务报告语言意味着跨管辖区开展业务的成本降低，透明度和可比性增加，全球融资的举措变得更加有吸引力。最终的结果是全球资本市场的效率提高、融资成本下降、股东价值提升。国际财务报告准则统一了国际规则，允许国际投资者做出更明智的决定，为国际资本融资者提供更多的资金。

8.8 国际投资者

主权财富基金（SWF）已成为国际性融资的主要来源。根据德意志银行和波士顿咨询集团的报告，截至 2007 年年底，主权财富基金控制的可投资资产超过 3 万亿美元（自 2003 年以来，其规模几乎翻了一番），拥有全球股票市值的 7%。虽然这些基金中有很多在 2008 年遭受了相当大的损失，主权财富基金的总管理资产额还是超过了 3 万亿美元。尽管主权财富基金拥有雄厚的财力，有些政府不允许其投资于关键企业。例如，2006 年，德国禁止一个俄罗斯主权财富基金投资德国电信。2008 年，为了促成更紧密的合作关系，美国与阿布扎比和新加坡签署协议，为主权财富基金和所投资国建立投资的基本行为准则。该协议规定的主要原则之一，是驱动投资决策的原因只能是纯粹商业目的，而非地缘政治动机。与之前全球为解决这些政治问题所采取的策略不同，主权财富基金对全球权益（和并购）市场的长期影响是很难预测的。表 8-5 列出了全球最大的主权财富基金。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 8-5 最大的主权财富基金

国家或地区	基金	资产（10亿美元）①	成立时间	资金来源
阿联酋（阿布扎比）	阿布扎比投资局	627	1976	石油
沙特阿拉伯	沙特阿拉伯货币管理局	431	—	石油
中国	国家外汇管理局	347	—	非大宗商品
挪威	挪威政府养老基金	326	1990	石油
新加坡	新加坡政府投资公司	247	1981	非大宗商品
俄罗斯	国家福利基金	220	2008	石油
科威特	科威特投资局	203	1953	石油
中国香港	香港金融管理局投资组合	193	1998	非大宗商品
中国	中国投资有限责任公司	190	2007	非大宗商品
新加坡	淡马锡控股	85	1974	非大宗商品
中国	全国社会保障基金	82	2000	非大宗商品
阿联酋（迪拜）	迪拜投资	82	2006	石油
利比亚	利比亚投资局	65	2006	石油
卡塔尔	卡塔尔投资局	62	2003	石油
阿尔及利亚	税收调节基金	47	2000	石油
澳大利亚	澳大利亚未来基金	42	2004	非大宗商品
哈萨克斯坦	哈萨克斯坦国家基金	38	2000	石油
文莱	文莱投资局	30	1983	石油
法国	战略投资基金	28	2008	非大宗商品
美国（阿拉斯加）	阿拉斯加永久基金	27	1976	石油
韩国	韩国投资公司	27	2005	非大宗商品
马来西亚	国库控股	23	1993	非大宗商品
爱尔兰	国家养老储备基金	23	2001	非大宗商品
阿联酋（阿布扎比）	穆巴达拉发展公司	15	2002	石油
巴林	塔拉卡特控股公司	14	2006	石油

① 截至2009年4月排名。
资料来源：Sovereign Wealth Fund Institute.

习题

1. 发行和投资欧洲债券的好处是什么？
2. 为什么发行欧洲债券的公司大多是大型跨国公司？
3. 一份看跌期权给予持有者权利而不是义务，来按照之前约定的执行价格出售标的资产。请讨论为什么说日本政府允许里普伍德参与部分收购长期信用银行相当于授予里普伍德一份标的资产为银行资产的看跌期权？
4. 为什么中国股票市场采用A股和B股并存的方式？政府放松监管是怎样促进合格境外机构投资者发展的？
5. 在使用可比交易法对新兴市场进行估值时，投资银行还需要考虑哪些额外因素？
6. 假设你是一名财富管理顾问，你的客户向你请教金砖四国中哪一国具有最低的风险和最多的投资机会。请你简要比较这四个国家各自具有的风险和收益来支持你的选择。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 9 章　可转换证券和华尔街创新

9.1　可转换证券

大多数可转换证券[⊖]由大型投资银行以尽力推销的方式承销。这意味着发行人将证券出售给潜在投资者前，需要承担价格风险。在美国，可转换证券的销售通常根据 144A 规定，豁免在美国证券交易委员会注册。如果这些证券被持有 180 天（并且假设发行人目前符合美国证券交易委员会的文件要求），那么这些证券就可以自由出售，也可以转为普通股，而不需要注册。

9.1.1　对冲基金和得尔塔对冲

大多数可转换证券的主要投资者是对冲基金，它们采用可转换套利策略。这些投资者通常买进可转换证券，同时卖空发行人一定数量该可转换证券的标的股票。它们卖空普通股的数目占该可转换证券的比例，约等于此时投资者将证券转换为普通股的风险中性概率（由可转换定价模型所决定，以二叉树定价模型为基础）。该概率应用于计算可转换证券可以转换为股票的数量，决定了对冲基金投资者应该卖空的股票数量（“对冲比率”）。

举个例子，假设一家公司的股价在可转换证券发行时是每股 10 美元。某个对冲基金买进了部分这种可转换证券，这赋予了其可以转换成 100 股股票的权利。如果对冲比率是 65%，该对冲基金在买进可转换证券的同一天可以卖空 65 股发行人股票。在可转换证券的存续期间，对冲基金投资者可以基于对冲比率的变化卖空股票或者买进股票。例如，如果买进可转换证券 1 个月后（并且建立一个 65 股的空头头寸），发行人的股价降到了 9 美元，对冲比率就可能由 65% 降到 60%。为了使对冲比率与卖空的股票占投资者可转换证券的比例相匹配，对冲基金需要在公开市场从其他股东手中买入 5 股股票，将这些股票还给之前出借股票的一方。用 5 股股票“补充”空头头寸使得对冲基金持有新的 60 股空头头寸。如果发行人的股价在 2 个月后升到 11 美元，对冲比率可能会上升到 70%。在这种情况下，对冲基金可能需要 70 股股票的空头。投资者可以借入 10 股股票并卖空来达到这个头寸，使得空头头寸从 60 股增加到 70 股。这个低买高卖的过程持续到可转换证券的转换或到期。

⊖　关于可转换证券的概述，请参考第 3 章。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

最后的结果就是，对冲基金投资者利用可转换证券获得交易利润，即在股价下跌时购买股票来减少头寸或者在发行人的股票价格上涨时，借入股票并卖出空头头寸。这个动态交易过程就是著名的“得尔塔对冲”，它是一个不断地被对冲基金实践的策略。对冲基金通常购买了公开市场上60%～80%的可转换证券，可转换证券存续期就会进行大量股票交易。所有可转换证券和普通股交易的目的就是为了对冲存在于可转换证券中的股价风险，并创造交易利润，这个利润用以弥补购买可转化证券的机会成本。可转换证券附有息票，它的价格在本质上比来自同一发行人、有相同存续期的债券要低。

对冲基金为了投资可转换证券，需要借入大量发行人的普通股股票，并且股票要有充足的流动性来保证得尔塔对冲。如果没有足够的股票，或股票没有足够的交易量，拟发行人一般不会被鼓励在公开市场发行可转换证券，或被建议仅发行少量可转换证券，因为对冲基金可能不会参与。

当一个新的可转换证券在公开资本市场定价时，通常情况下，基于可转换定价模型，证券的期限会隐含着一个面值102%～105%的理论价值。可转换证券一般按面值的100%出售给投资者，因此，相对于理论价值，它被低估了。这为对冲基金购买可转换证券提供了动力，它们深知，通过得尔塔对冲会至少得到相当于理论价值和面值之间差额的利润。对于在公开市场发行的非典型可转换证券而言（即，对于资本市场容量来说超额发行、发行人具有有限的交易量或发行人具有有限的股票可借量的情况），对冲基金投资者通常要求一个更高的理论价值（相对于面值）作为投资的动力。

可转换定价模型结合了二叉树模型来决定可转换证券的理论价值。这些模型考虑了影响理论价值的以下因素：普通股现价，存续期间普通股收益的预期波动，无风险利率，公司证券借贷成本和普通股股息率，公司信用风险，可转换证券存续期，可转换证券的票面利率或股息率、支付频率、转换溢价、赎回保障的期限长度等其他因素。

9.1.2 零息可转换证券

除了不是每年支付息票利息，零息可转换证券（ZCC）和付息可转换证券类似。发行人根据未支付利息的数量，来增加可转换证券的本金，创造出债券的“增值”。因此，当一个零息债券没有转换特性时，债券的本金每年增加，直至到期。尽管零息债券有这样的特征，同一发行人的付息可转换证券和零息可转换证券的可转换溢价是一样的（假设同样的期限和提前赎回条款）[⊖]。

零息可转换证券和付息可转换证券的标的股票数量大致相等，并且零息可转换证券的未支付利息通过增加可转换证券的本金来支付。但为什么一个潜在发行人喜欢零息可转换证券而非付息可转换证券呢？理由如下：

（1）美国发行人可转换证券每年的“增值”部分获得税收减免，得到正现金流的债券融资（并没有用现金支付利息，但是税收的减免额度与发行人发行付息可转换证券时一样）。

（2）如果可转换证券转换，即使实际上利息从没支付，每年增值所带来的税收减免也不需要向美国国内税务署补交，因为发行人并未实际支付这部分（虽然这种税收处理对于付息可转换证券同样有效）。

⊖ 根据发行人的信用评级，零息债券可能有一个稍微低的转换溢价来补偿投资者更大的收不到年息的信用风险。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（3）没有被对冲基金[⊖]购买的可转换证券转换为股票的概率比较低，因为非对冲投资者通常（假设不考虑信用和非流动性的问题）只有在股票价格超过逐年增加的票面可赎回本金时才会转换。

由于转换比例相对较低，零息可转换证券是一个对每股收益稀释较小的正现金流债券融资方式。有这么多好处，为什么潜在的可转换证券发行人不是全部都发行零息可转换证券呢？一个原因是，基于税法对称性，当发行人基于增值获得税收好处时，投资者必须为这个年增量（或“虚幻收入”）支付所得税。因此，通常只有不纳税的投资者才会考虑投资零息可转换证券。另一个原因是利息的增加记录在本金上，而不是每年支付，投资者的零息可转换证券到期时面临更大的信用风险暴露。根据不同的发行人，投资者可以要求一个小的经济收益作为这种风险的补偿（例如，高出传统付息可转换证券0.125%的收益，或者正如上一页页下注所描写的，一个稍微低的转换溢价）。

9.1.3 强制可转换证券

选择性可转换证券的投资者有权利而没有义务按照事先约定来转换其持有的债券，然而，强制可转换证券有转换的义务。选择性可转换证券在到期日是否转换取决于公司股价。如果股价没有超过转换价格，投资者将要求公司在到期日以现金的形式赎回可转换证券。因此，从信用评级机构的角度来看，在发行日，一种选择性可转换证券被认为和债务类似。然而，对于强制可转换证券，因为投资者没有权利在未来要求现金支付（证券将被转换为股票），信用评级机构可能认为强制性可转换证券是普通股的一种替代品。发行强制可转换证券可以从信用评级机构获得和发行普通股几乎一样的评级，但是，如果公司股价在到期日（一般为发行后3年）比较高的话，就可以向投资者支付较少数量的股票。

实际上，强制可转换证券的转换价格是浮动的，该价格随着到期日公司股价的变动而变动。决定到期日转换股票数量的公式如下：

（1）在到期日，如果发行公司的股价（到期日股价）和可转换证券发行日的股价（发行日股价）相同或者更低的话，投资者得到的股票与不发行可转换证券而发行股票的数量一样。

（2）在到期日，如果发行公司股价上涨但是低于可转换价格（通常比发行日股价高20%～30%），投资者转换的股票数＝股票发行数量×债券发行日股价/到期日股价。

（3）在到期日，如果发行公司的股价高于可转换价格，投资者转换的股票数＝股票发行数量×债券发行日股价/可转换价格（参见案例：“自由港麦克莫伦铜金矿公司：并购融资”，复习浮动转换价格公式的应用）。

例如，假设ABC公司正在寻求1亿美元的融资。如果ABC决定采用强制可转换证券的形式融资1亿美元，转换价格为31.25美元（25%的转换溢价），发行日股价为25美元。如果到期日股价和转换价格相等或者超过转换价格，ABC公司将有义务支付320万股股票（1亿美元/31.25美元＝0.032亿股＝320万股）。如果可转换证券是可选择性转换证券，并且有同样的转换价格，公司将支付相同的股票数量。如果公司决定在股价为25美元时发行普通股，而非强制性可转换

⊖ 对冲基金通常不会基于股票价值将可转换证券转换成普通股，因为它们已经通过卖空进行了得尔塔对冲。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

证券，则公司必须卖出400万股股票才能募集1亿美元。假设ABC公司在到期日的股价等于或高于转换价格，在相同的发行规模下，和强制性可转换证券相比，普通股的发行将导致多支付25%的股票。然而，如果ABC公司的股价在债券到期日等于或低于25美元，公司将支付400万股股票，和发行股票的数量一样。如果在债券到期日时，股价位于25美元和31.25美元之间，公司支付的股票数量将取决于股价，位于320万股和400万股之间。

从发行人、投资者和信用评级机构的角度来看，尽管存在转换为股票的必然性，将强制可转换证券和普通股进行比较会稍微复杂一些。例如，如果发行人想从强制可转换证券的发行得到税收好处，从强制可转换证券得到的股权比例比从直接发行股票得到的要低（细节参见后面的图）。另外，强制可转换证券的股息比普通股的股息要高。这是因为，虽然强制可转换证券的投资者承担了和普通股投资者同样的股价下跌风险，但他们不享有同样的股价上升带来的收益（如果发行人的股价在强制可转换证券的到期日比发行日高，债转股所得到的股票数量比直接发行普通股要少）。

强制可转换证券有两种形式。第一种是单元结构，它有两个组成部分：① 30年期的次级债；②公司对同一投资者发行的一个3年期股票购买协议，这个协议3年后会产生一个可变的股票支付机制。对于美国监管银行，单元结构产品还有一个额外的层级，这一层级把次级债发行给信托载体，产生的次级信托权益由信托机构发行给投资者（包括3年后把信托权益再出售给其他投资者）。图9-1给出的由马歇尔和西斯利（M&I）发行的单元结构强制可转换证券的概述。强制可转换证券的第二种形式是非单元结构，它通过发行优先股和3年内数量可变的普通股支付机制，这种支付和发行人支付时的股价相联系，优先股在普通股支付后到期（见图9-2）。

1. 单元结构

单元结构强制可转换证券见图9-1的描述。

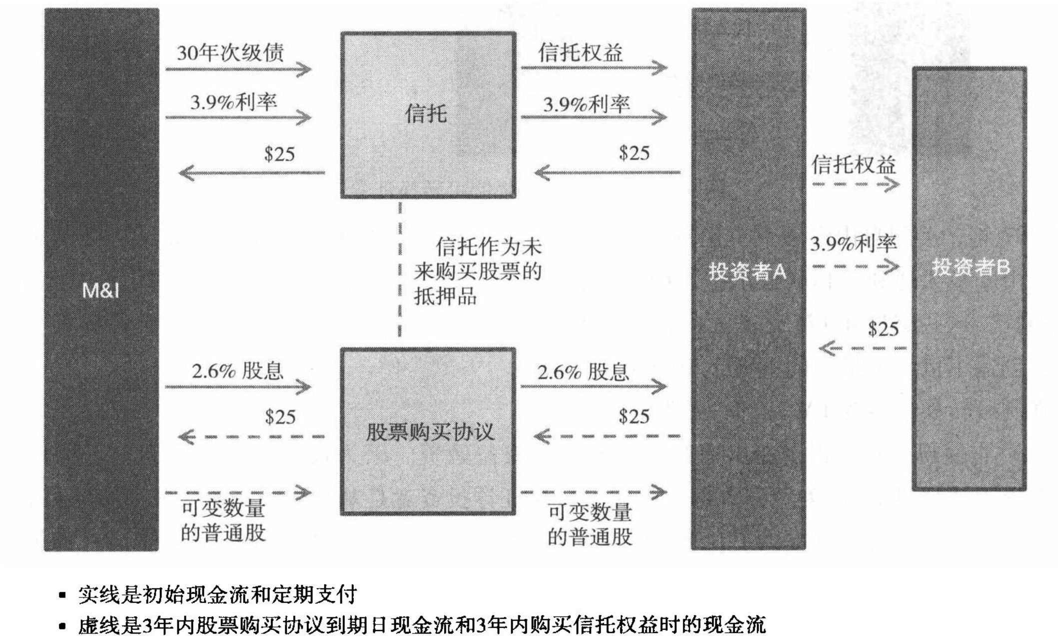


图9-1 M&I：单元结构强制可转换证券

资料来源：McDonald, Robert L. *Derivatives Markets*. Prentice Hall, 2006. Auction added by David Stowell.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

M&I 的证券分为两个组成部分：购买 M&I 次级债券的信托和为购买 M&I 股票要求投资者 3 年内支付的股票购买协议。次级债券期限为 30 年，当 3 年后可转换证券的承销商拍卖投资者持有的信托权益给新的投资者时，这些次级债需要重新定价。信托权益的收益率在拍卖时需要重新设置，以便能按面值交易。购买信托权益的原始投资者也会签订股票购买协议，并且 3 年内用现金支付普通股对价。股票购买协议规定的现金支付额与同一投资者在 3 年内拍卖信托权益收到的现金是一样的。因此，投资者获得与其他强制可转换证券同样的风险/收益结构，正如前文与图 9-2所描述的一样（对于非单元结构强制性可转换证券）。

根据不同的期限，单元结构可以为公司从评级机构处获得 50% 或 75% 的权益信用。发行人在与次级债相关的利息支付方面也可以获得税收减免（大概等于每年公司现金支付额的 60%，按照股票购买协议，剩余的 40% 与股息支付相关）。单元结构的会计处理也更有利，在发行日，与发行普通股相比可以减少对每股收益的稀释（基于库存股的会计方法）。

2. 非单元结构

对于不能从税务减免中获益或者希望有更高权益比例的公司，非单元结构可转换证券是非常受欢迎的。这种结构的描述见图 9-2。

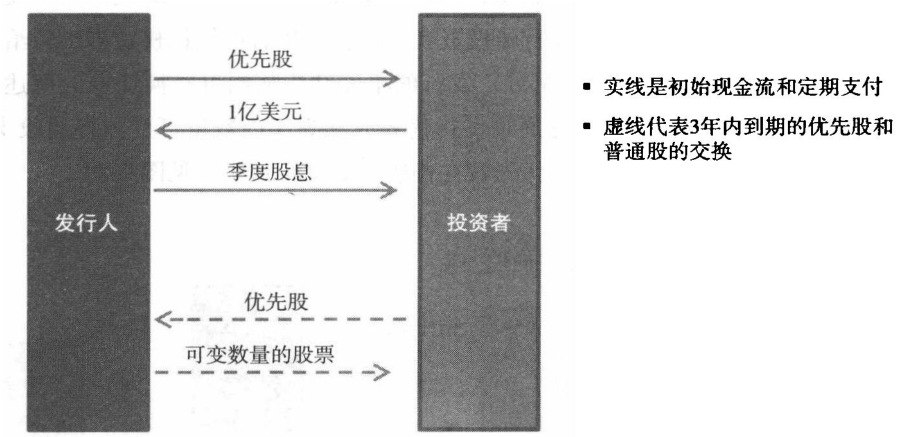


图 9-2 非单元结构强制可转换证券

2007 年，美国自由港迈克莫伦铜金矿公司（FM）发行了 29 亿美元的非单元结构强制可转换证券，由摩根大通和美林联合承销。FM 同时也发行了 29 亿美元的普通股，公司由此获得 58 亿美元融资。这些交易和 175 亿美元的债务融资一起，为 FM 收购菲尔普斯 · 道奇公司提供了充足资金，创造了世界上最大的铜业上市公司。

强制可转换证券为 FM 达到一系列的目标：

（1）它使得公司获得了比出售普通股更多的权益融资。因为仅仅依靠投资者对普通股的需求，融资无法超过 29 亿美元（大部分强制可转换证券投资者是基金，没有购买普通股的打算）。

（2）它为 FM 的发行提供了几乎 100% 的权益信用，即便公司普通股要在 3 年后，即可转换证券从原先的优先股形式转换为普通股时才能发行。

（3）对于相同数额的融资，假设 FM 的股价在此期间上涨，相对于同时发行普通股，公司在转换中支付给投资者的普通股数量将更少，这对于每股收益是一个永久的好处。

FM 选择非单元结构强制可转换证券是为了最大化它的权益信用。由于公司基本不在美国经

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

营，没有在美国纳税的义务，FM 放弃了采用有税收减免的单元结构。相比之下，M&I 选择单元结构是为了得到税收减免优势，即使这种结构提供较少的权益信用。

FM 的强制可转换证券以 2 875 万美元的优先股形式发行，每股 100 美元、6.75% 股息、3 年期。基于以下安排，优先股将被强制转换为 FM 的普通股。

在到期日，如果 FM 的股价：

- ▲ 小于等于 61.25 美元，投资者收到 1.632 7 股 FM 股票；
- ▲ 大于 61.25 美元，小于 73.50 美元，投资者收到 100 美元/FM 的股票现价；
- ▲ 大于等于 73.50 美元，投资者收到 1.360 5 股 FM 股票。

3 年后，FM 股票的支付将作为到期日时公司股价的函数，展示在“自由港麦克莫伦铜金矿公司：并购融资”的图 C3-4 中。

在到期日，强制可转换证券的投资者可以得到如下支付：

（1）假设 FM 股价在 3 年内小于等于 61.25 美元，3 年后投资者得到的 FM 普通股的数量与购买在同一日发行的普通股是一样的（二者的购买价都是 61.25 美元）。

（2）如果 FM 股价在 61.25 美元至 73.5 美元之间，投资者不能分享 FM 股价的任何增值。

（3）如果 FM 股价在 3 年内超过了 73.50 美元，可以分享超过 73.5 美元部分 1/1.2（83%）的增值。

3 年内，FM 可转换证券的投资者将承受 FM 股票的所有下行风险，不享有股价前 20% 的增值（从 61.25 美元到 73.40 美元），并且只享受增值高于 20% 部分的 83%。因此，购买强制可转换证券而非普通股的投资者必须得到补偿。实际上，补偿通过一个 3 年期每年 6.75% 股息支付，这个支付比 FM 普通股每年 1.6% 的股息高出 5.15%。

3. M&I 和 FM 发行的强制可转换证券的比较

FM 的非单元结构和 M&I 的单元结构既有相似之处，也有差异。二者都支付高于标的股票股息的年现金流。M&I 支付 6.5% 的年现金流（股票购买协议规定的 2.6% 的股息和次级债 3.9% 的利息，这对于 M&I 来说是可以抵税的），FM 支付 6.75% 的年股息。在到期日，二者都有类似的普通股支付结构。然而，M&I 证券分为两个部分：购买 M&I 次级债券的信托和为购买 M&I 股票要求投资者 3 年内支付的股票购买协议。次级债券期限为 30 年，3 年后需要重新定价以便按照面值交易。这使得投资者可以通过投资银行举办的拍卖会将次级债卖给其他投资者，并从债券出售中得到一定数量的现金并用于基于股票购买协议来购买 M&I 股票。

M&I（不同于 FM）负有美国纳税义务，由于 3.9% 的利息可以抵税，它选择单元结构而不是非单元结构。在单元结构中，税收减免的作用显现出来，因为发行的是 30 年债券而不是优先股。债务在 3 年期结束时被出售给新的投资者（根据股票购买协议支付普通股时）。债券和股票购买协议互相分离，并且由不同文件证实。尽管投资者必须保证 3 年内用债券购买 M&I 股票，但投资者也可以用国库券作为抵押品。因此，两份文件和相关义务都独立运作。

9.2 华尔街创新

正如可转换证券所表明的一样，投资银行为了达到发行人和投资者的目的进行着大量的创

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

新。证券创新不仅仅需要考虑客户的经济利益，也需要考虑法律、税收、会计和政治问题。所有的投资银行都拥有新产品开发团队，他们和内外部的顾问合作，这些顾问包括律师、会计师、税务专家和监管专家。这是一个非常耗时和复杂的过程，并且经常以失败告终。大量资源被投入到创新中，最后却得出“虽然它解决了经济、法律和税务问题，但仍存在税收劣势”的结论，或者如果税收可以被接受，有时监管或会计问题可能又来了。这里的挑战是，在向客户推出新产品前，要确保思考和解决了所有潜在的问题。

开发新产品时，投资银行必须把它的声誉也考虑进去。即使所有的关键领域都彻底被分析、所有的问题看起来都被解决了，任何新产品（或者与新产品有关的客户）的负面新闻报道都可能给银行带来麻烦。另外，尽管银行的法律、税务和其他方面的顾问都对新产品津津乐道，监管者仍然可能对其中一点或几点持保留态度，这为产品带来不可预见的复杂性。因此，所有银行都有一个非常谨慎的审核程序，任何新产品发行前都必须经过委员会同意。即便在所有顾问都支持、顾客也非常感兴趣，并且新产品开发已经投入大量资源的情况下，这些委员也可能出于声誉考虑而否决这项产品。

虽然一些最具创新性的产品出现在可转换证券市场，但还有很多成功产品在其他领域被开发，包括结构性金融、市政债券、养老金、并购和其他领域。下面，我们将讨论投资银行产品创新的两个例子：日经认沽权证和加速股票回购计划。

9.3 日经认沽权证

由高盛和其他机构联合开发的日经认沽权证，凸显了投资银行的创新性。它不仅满足了全球发行人和投资者的需要，也考虑了投资银行的基本风险。

1990 年，基于日经 225 指数的认沽权证（日经认沽权证）第一次在美国销售。如果日本股市下跌，投资日经认沽权证的美国零售投资者将收到现金支付。在之前的 4 年内，这个市场几乎每年增长 50%，并在 1989 年最后一个交易日达到 38 915.90 点的历史高位，这仅仅比日经认沽权证在美国公开市场发行早两周（日经认沽权证于 1990 年 1 月 12 日在美国市场由高盛承销发行）。当年 6 月底，日本股票市场崩盘，跌幅超过 50%。

认沽权证（本质上和看跌期权一样）给予持有者一定的权利，而非义务，按照事先约定的价格在约定的时间出售标的资产。在日经认沽权证的案例中，日本股市的下跌将增加日经认沽权证的价值，并且投资者将收到现金支付，该支付等于日经指数市场价格与事先约定的较高执行价格（现金结算的选择）之间的差额。第一个日经认沽权证在美国证券交易所挂牌，由高盛承销，发行人为丹麦王国。当时，高盛作为私人合伙企业，没有在美国证券交易委员会注册的资格，因此并不能直接发行日经认沽权证。而丹麦王国在美国证券交易委员会有注册资格，能够在高盛的要求下出售日经认沽权证。在将看跌期权出售给美国零售投资者的同时，丹麦王国也与高盛签订了日经认沽权证购买协议，因此，可以充分对冲其风险暴露（见图 9-3）。销售日经认沽权证的收入超过了购买对冲的成本，剩余的收入用于欧洲债券交易，这些债券同时通过高盛在伦敦出售，因而融资成本很低。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

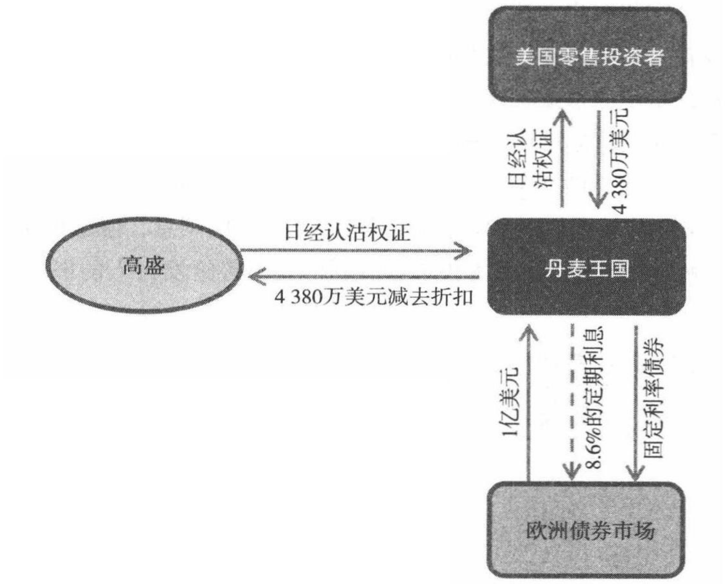


图 9-3 日经认沽权证

资料来源：Francis，Jack Clark，William W. Toy and J. Gregg Whittaker. *The Handbook of Equity Derivatives*. John Wiley and Sons，1999.

注册的美国公司可以发行日经认沽权证，但是匹配日经认沽权证的购买与销售合约会产生消极的会计后果，因此他们都没有参与。然而，丹麦王国没有这样的会计考虑。1990 年上半年，美国进行了大量其他日经认沽权证的交易，直到日本股市迅速变化之后，日本政府才要求投资银行停止这样的交易。在这个市场关闭之前，美国投资者积极购买和交易日经认沽权证，成为美国证券交易所活跃的交易工具。在日本股票市场崩盘后，投资者持有的日经认沽权证迅速增值（参见图 9-4 日经 225 指数表现）。



图 9-4 日经认沽权证：日经 225 指数表现

资料来源：Data provided by Commodity Systems Inc.

日经认沽权证在美国的销售标志着高盛在日本安排的一系列交易的结束，这些交易也涉及高

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

盛在纽约和伦敦的办公室和客户。这始于 1988 年，当时日本保险公司从高质量的欧洲发行人手中购买了大量的高收益日经类债券。这些债券给投资者提供高于市场水平的利息，作为日经 225 指数在债券到期时跌到指定的水平将有本金损失的补偿。

从经济学的角度，这些债券可以当做日元债券分析，日本投资者基于日经 225 指数出售嵌入式认沽权证给债券发行人（见图 9-5）。债券发行人将嵌入式认沽权证出售给高盛（见图 9-6 和下面的讨论）。发行传统的固定利率日元债券可能需要支付 5% 的利息，但是日经类债券经常附有至少 7.5% 的利息。超额利息部分代表日本投资者收到的、出售给发行人的嵌入式认沽权证的权证（期权）溢价。

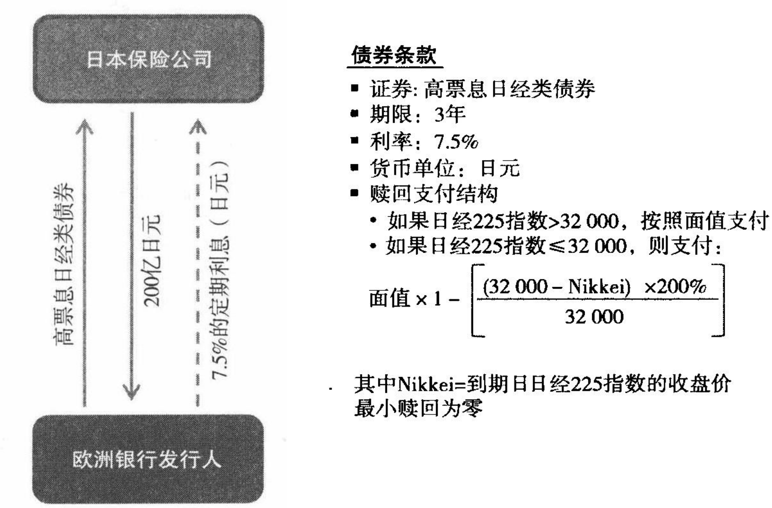


图 9-5　日经认沽权证：日经类债券

资料来源：Francis, Jack Clark, William W. Toy and J. Gregg Whittaker. *The Handbook of Equity Derivatives*. John Wiley and Sons, 1999.

如果在到期日，日经 225 指数跌到指定的水平以下（例如，图 9-5 所示的 32 000 点），付给日本投资者的债券本金额就会下降。下降金额和嵌入式认沽权证的结算价值相等。因此，如果日经指数平均值跌到指定水平（执行价格）以下，欧洲发行人可以按照以下方式偿还本金额：

（1）将减少后的本金额付给日本投资者。

（2）债券的原始本金额与支付给日本投资者的减少后的本金额之间的差额支付给高盛。这个差额和出售给高盛的认沽权证的结算价值相等。

当日本投资者接受日经类债券的下行风险时，他们明显看多国内股票市场。除了对国内经济的乐观看法，监管因素也激励了这些投资。法规要求日本保险公司仅能从现有投资收益中，而不是从持有股票的资本利得中，向投保人支付分红。因此，在权益投资收到的股息和从债券投资中收到的利息可以支付，而股票市场利得则不能。这产生了投资高收益债券的动力，而非投资于分红很少的股票（平均低于 1%）。

由于日经类债券收益较高，日本保险公司对这类债券有强烈的需求。高盛（和其他投资银行）积极为日本保险公司安排这类债券的私募，并主要从欧洲找到高质量的发行人。除了债券承销，投资银行也为债券发行人安排交易，用来对冲它们的日元和债券高利率支付的风险暴露。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

日经类债券发行人大多是AAA级欧洲银行和政府，它们想要以低利率融得美元（图9-6所给的例子中，3年期债券的纯利率为LIBOR－35个基点）。为了达到这个目标，发行人将嵌入债券的日经认沽权证剥离出来，并出售给高盛。高盛的支付完全可以补偿发行人支付的日经类债券的票息（例子中为7.5%）与他们所期望的低浮动利率（例子中为LIBOR减去35个基点）之间的差额。另外，该支付还覆盖了发行人对冲外汇的成本。因此，发行人得到了以美元计价的、完全对冲的、比正常借款成本更低的融资（见图9-6）。

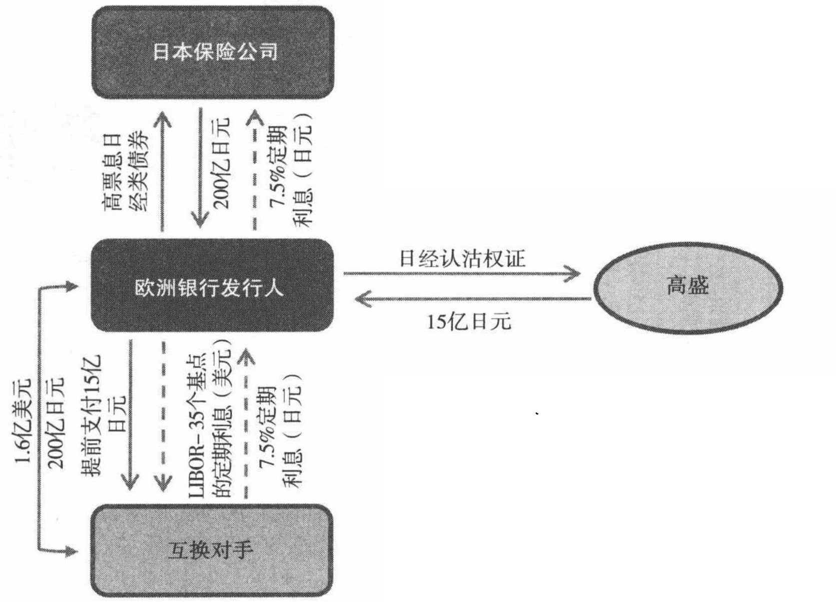


图9-6　日经认沽权证

资料来源：Francis，Jack Clark，William W. Toy and J. Gregg Whittaker. *The Handbook of Equity Derivatives*. John Wiley and Sons，1999.

高盛在日经类债券交易中扮演了多重角色：

（1）它们寻找对高于市场利率（案例中为7.5%）的日元债券感兴趣，同时又愿意承担日经指数下跌时本金支付风险的投资者（日本保险公司）。

（2）它们从欧洲找到高评级的发行人，这类发行人为了获得低利率（在案例中，大约节省35个基点的年票息）、完全对冲风险的美元融资，且愿意接受复杂的融资结构。

（3）它们为发行人安排交易对手，通过互换来对冲日元与美元的外汇风险，并通过向对手方提前支付来补偿互换的风险和成本。

（4）它们以与互换对手向发行人要求的提前支付金额相等的价格从发行人手中购买嵌入在日经类债券中的日经认沽权证。

高盛为日经认沽权证支付一个被认为低于权证理论价值的价格，创造出潜在的未来收益机会。在第一只日经类债券出现（导致高盛购买日经认沽权证）和日经认沽权证被丹麦王国（在向高盛购买类似权证产品后）出售给美国零售投资者之间大约有2年的间隙，投资银行必须控制其在日本股票市场的风险暴露。高盛通过购买日本股票或者这些股票的期货来完成风险对冲：它购买与日经认沽权证风险暴露相等的股票或期货，随后，当市场下跌时购买更多的股票（或者期

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

货），或者当市场上升时卖出股票（或者期货），通过这样的方式进行“得尔塔对冲”。由此，高盛将日本股票价格风险暴露转变为更容易控制的日本股票市场波动风险暴露，直到日经认沽权证在美国市场被出售为止（见图 9-7）。

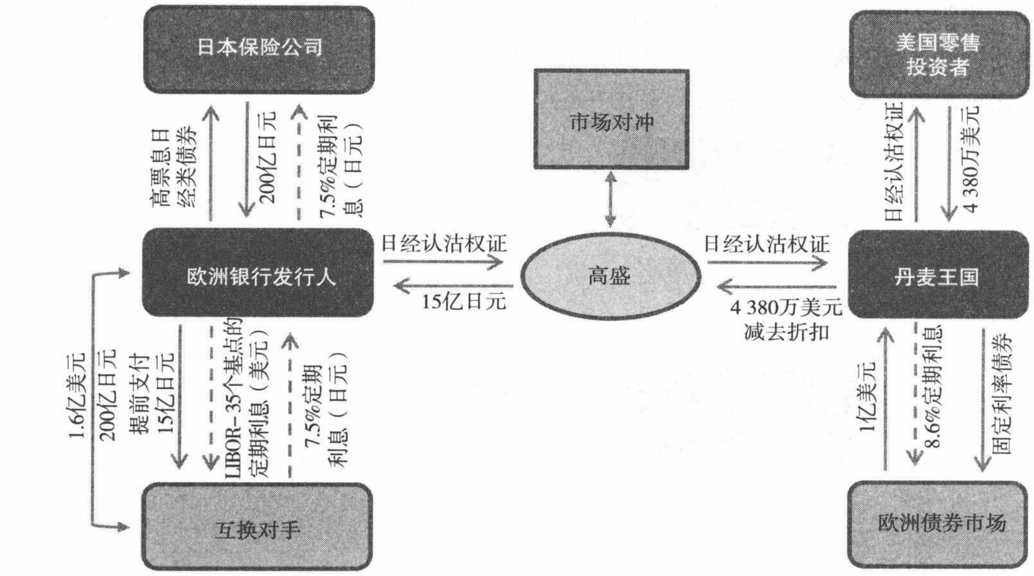


图 9-7 日经认沽权证

资料来源：Francis，Jack Clark，William W. Toy and J. Gregg Whittaker. *The Handbook of Equity Derivatives*. John Wiley and Sons，1999.

通过从日经类债券发行人手中以低于理论市场成本的价格购买日经认沽权证并对冲风险头寸，高盛创造了巨大的获利机会（在股价下跌时购买，上涨时出售），获利超过了日经认沽权证的购买成本。高盛的策略能够成功，是因为它精确估计了日经 225 指数的未来波动性在得尔塔对冲期间要比购买认沽权证时日本股票市场隐含的波动性高。

总结高盛进行的日经认沽权证交易，包括如下事项：

（1）投资安排：为日本保险公司配置日经类债券，为美国零售投资者配置日经认沽权证。

（2）融资安排：为欧洲日经类债券发行人和发行欧洲债券的丹麦王国以及其他发行人，安排完全对冲的低成本融资。

（3）互换安排：为对冲日经类债券制定策略，并找到互换对手。

（4）风险管理：在日本和美国同时扮演日经认沽权证定价的委托人角色，得尔塔对冲日经认沽权证的风险头寸，并对冲所购买的日元日经认沽权证与所出售的美元日经认沽权证之间的外汇风险暴露。

（5）监管推动：和法律顾问、证券交易所官员一起工作，得到日本和美国监管者对日经认沽权证交易的批准（这是美国批准的第一个日经认沽权证）。

高盛（以及其他一些机构）创造了日经认沽权证交易，为发行机构和投资客户提供了创新的融资和投资方案。通过与全球员工和客户合作，并且承担主要风险，投资银行能够满足客户需要，创造出可观的风险调整收益。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

9.4 加速股票回购计划

公司每个季度都要做出关于怎么分配可用现金的决定。通过股息和股票回购将现金返回给股东就是其中一种选择。从历史上看，90%的股东支付都由股息完成。然而，股票回购近些年增长迅速。2007年，股票回购让股息支付黯然失色，原因是公司更加看重每股收益的增长，而这是支持股价的一个重要方面。

在美国，公司通常通过公开市场进行股票回购，在美国证券交易委员会注册，董事会批准回购一定数量的股票或者一定金额的股票。尽管如此声明，公司也没有义务购买股票，甚至可以完全不回购（类似于，一个公司提出S-3的暂搁注册，声明未来有证券发行，但是可能从不发行该证券）。一个公司启动回购计划时，通常聘请投资银行作为其回购股票的代理人。为了利用美国证券交易委员会的10b-18“避风港”条款，减小回购中的法律风险，代理人必须将每天的股票回购量限制在该股票前四周平均日交易量的25%以内（某些情况例外）。回购会减少每股收益的分母——股票数量。然而，由于日交易量的限制，一些公司可能需要一年多的时间来购买董事会批准的回购数量，这使得回购产生的每股收益增长速度缓慢。

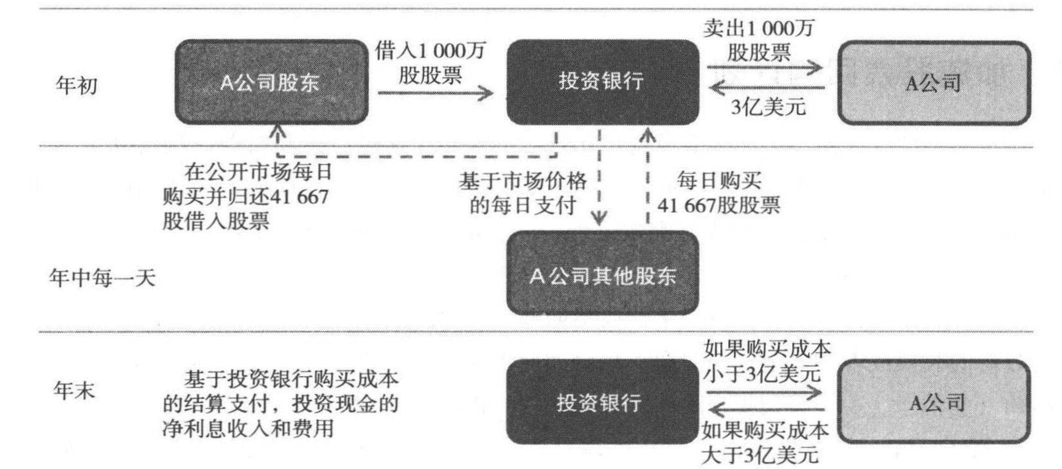
加速股票回购（ASR）计划被设计用来提前获得通过回购在每股收益方面的好处，而不是长时间等待好处的实现。这可以通过协议实现，协议规定公司以购买日市场收盘价从投资银行处购买一大笔股票，并在协议结束时（可能是1年以后）进行现金上的调整。投资银行从现有股东手中借入股票出售给公司，建立一个空头头寸，这个头寸可以通过每天公开市场购买来轧平，这个购买量被限制在公司平均日交易量的25%以内。假设投资银行将花费1年的时间来购买足够的股票以轧平其空头头寸，且这个期间购买股票的总成本在年末时确定。如果购买总成本比投资银行在1年前向公司卖空股票收到的支付要高，公司将把差额补偿给投资银行。如果投资银行购买总成本比1年前收到的支付少，投资银行将把差额补偿给公司。1年后的调整数量以投资银行从公司提前支付的现金中所收到的收益为基础进行修正（投资银行每日购买股票导致现金余额逐渐减少，在计算时应把这一点考虑其中）。对现金调整的另一个目的是向投资银行支付服务费。加速股票回购计划的概述见图9-8。

在1年以后，从总收益来看，加速股票回购计划并不能比公司在回购期间每天购买自己股票创造更多的每股收益。然而，加速股票回购计划将每股收益的好处加速到该年第1天，而不是在年末等待全部好处。这正是一些公司使用加速股票回购计划的原因。加速股票回购计划也可以和权益衍生品策略同时使用，这个策略可以为公司创造额外的潜在收益。例如，看涨期权差价或双限期权策略可以包含在加速股票回购计划中，使得回购股票的公司能够在项目结束时的结算额控制在一定限度内。

除了创造较早的每股收益好处，2007年，投资银行和IBM一起给加速股票回购计划增加了一个有趣（但是很短）的税收好处。2007年5月，IBM宣布已经和三家投资银行完成了125亿美元的加速股票回购协议，该协议规定公司以每股105.18美元的价格从投资银行手中立即回购1.188亿股股票（8%的公司流通股）。银行希望在未来9个月内，在公开市场购买相等数量的IBM股票，如上面描述的那样，在这个期间结束时，投资银行会有一个调整的支付（结算支付）。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

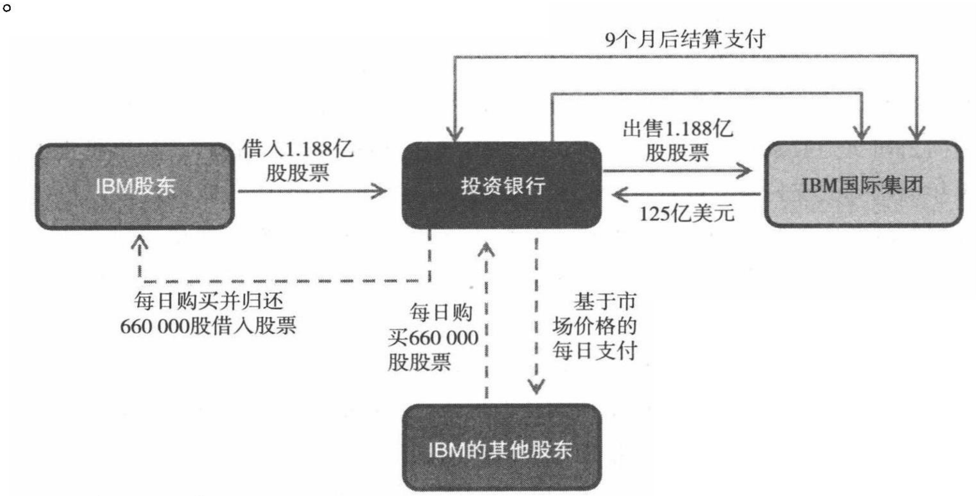


假设

- 当投资银行借入股票并出售给A公司时，A公司的股价是30美元
- 1年的股票加速回购计划共有240个交易日
- A公司的平均日交易量是200 000股
- 投资银行在1年内每个交易日买入41 667股A公司股票（小于平均日交易量的25%）

图 9-8 加速股票回购计划

这个回购由 IBM 的荷兰全资子公司 IBM 国际集团负责，用自己 10 亿美元现金和 115 亿美元银行贷款为这次回购提供资金。本金和利息将用该集团非美国运营子公司产生的现金支付（见图 9-9）。



假设

- 当投资银行借入股票并卖空给IBM 国际集团时，IBM的股价是105.22美元
- 9个月的加速股票回购计划有108个交易日
- IBM股票平均日交易量是 7 500 000 股
- 投资银行在9个月期间的每个交易日购买 660 000 股股票（小于平均日交易量的25%）。

图 9-9 IBM 的加速股票回购计划

通过加速股票回购计划，IBM 回购了 125 亿美元的股票（这立即提高了每股收益），并且通过让海外子公司偿还贷款而不是转移这些资金到美国的方式，减少了纳税义务。如果转移回美国的钱是子公司在国外的利润而且国外应税税率比美国国内低，资金的转移通常在美国形成额外的

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

纳税义务。本质上，IBM 利用它的海外子公司借款和购买股票，意味着 IBM 海外业务产生的利润将被用来支付为回购股票所贷的款项，而不是转移到美国产生额外纳税。假设潜在的转移税率为 35%，按照这个利率，对于海外 125 亿美元的借款，IBM 能减少大约 20 亿美元的税额，因为在国外纳税将税率减少了 17%。

由于 IBM 和其他一些类似的加速股票回购交易减少了相关转移税，美国国家税务署针对对于加速股票回购在 957（c）部分发布了新的规定，新规定有效地阻止了这种加速股票回购的相关结构。美国国家税务署的立场也因此立刻受到一些公司的质疑。

习题

1. 初始对冲安排完成后，如果标的股票价格上升或下降，可转换证券的对冲投资者会分别采取什么样的股票投资策略？
2. 判断正误并解释原因：可转换套利对冲基金投资可转换证券，是因为基金经理认为未来该公司股票会上涨。
3. 请讨论，你认为在 2008 年金融危机期间暂时限制卖空的政策，是否不公平的惩罚了可转换套利基金？
4. 如果 A 公司和 B 公司相比较，除了 B 公司具有更高的股票波动性外，其他方面都完全相同，哪一家公司可能拥有更合理的可转换定价？你选择的公司会有更高还是更低的转换价格？假设 A 公司和 B 公司发行的可转换证券除了转换价格外其他条款都相同。
5. W 公司正通过发行强制可转换证券募集 2 亿美元资金。假设该公司在发行日当天的股价是 20 美元，发行的可转换证券具有 25% 的转换溢价，如果到期日股票价格是① 19 美元；② 22 美元；③ 26 美元；④ 30 美元，该公司需要支付给投资者的股票数分别是多少？
6. 假设你是一家公司的股东，正在思考以何种方式融资。假设交易不会对信用产生负面影响，且你希望发行的证券对每股收益稀释最小。请对下面的可转换证券按照从最小潜在每股收益稀释到最大潜在每股收益稀释排序：付息可转换证券；强制可转换证券；零息可转换证券。
7. 一家评级为 BBB 的美国公司正在寻找并购机会。管理层认为并购的协同效应会创造新的市场机会。不幸的是，这些新的市场机会通常需要几年的时间实现，到时的收益可能不能完全反映公司股价。如果这家公司有评级考虑并且希望利用利息税盾，公司可能为支付并购发行哪一种证券？为什么？
8. 为什么高盛公司可以从日经认沽权证赚取高额利润？
9. ASR 计划是什么的简称？请描述该交易过程以及客户的主要收益。根据本章描述，IBM 从 ASR 计划中还获得了哪些其他好处？
10. 假设一家公司每天平均股票交易量是 240 000股。完成一个 10 800 000 股的股票回购计划需要多少时间？这家公司的流通股数量是 1.2 亿股，今年的每股收益预期为 3.4 美元。假设公司实现了其盈利预测，在 ASR 计划下，如果股票回购在公司财政年度结束前 20 个工作日执行，公司回购 10 800 000份股票的每股收益是多少？如果在公开市场回购计划下，答案又将是多少？

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 10 章　投资银行业的职业、机遇与挑战

投资银行业专注于：① 为企业或政府客户提供财务顾问，并帮其融资、偿还和风险管理；② 向企业客户提供战略顾问，通过收购、剥离、兼并或重组等方式提高股东价值；③ 持有金融工具的交易风险头寸，以此为投资客户提供投资机会和流动性；④ 为投资客户提供融资、风险管理和其他证券服务；⑤ 为投资客户提供研究；⑥ 以自有资本进行自营交易；⑦ 为接受其他投资银行服务的大型公司提供贷款；⑧ 为投资客户管理资金；⑨ 为所有上述提到的领域提供支持。

上面的每一个领域都单独进行管理，有不同的职责和薪酬系统，每个领域都需要进行单独分析才能确定是否作为合适的职业选择。投资银行业的所有工作都是耗时费力、高压紧张、报酬丰厚的，但是在工作内容和所需技能方面差别很大。上文所述的 9 个重点领域一般可分为 5 个主要的业务版块：①投资银行；②交易和销售；③财富管理、资产管理和研究；④直接投资；⑤其他投资银行业务比如运营和融资。

10.1　投资银行

投资银行部负责：①为企业或政府客户提供财务顾问，并帮助他们融资、偿还和风险管理；②向企业客户提供战略顾问，通过收购、剥离、兼并或重组等方式提高股东价值。在该部门的银行家都具备很强的分析能力和沟通技巧，并且有些擅长营销，而另外一些擅长交易执行的技术层面。对于擅长营销的银行家来说，往往更适合就职于客户关系管理领域，而技术过硬的银行家则更适合在产品领域工作，比如并购或资本市场。当然，也有例外，银行家有时会在这些领域中转换职位。此外，有些投资银行会将并购和客户关系管理合并为一个领域。

投资银行部需要员工具有很强的分析能力且能够长时间地勤奋工作。这里的员工和客户都非常聪明且要求严苛，同时他们格外重视团队合作。最初的几年，投资银行部主要为新人提供一个学徒制环境，传授他们如何交易并发展自己的技能。在此期间，有些工作比较单调，有些则极富分析性和创造性。投资银行是在一个任人唯贤的系统下运作，只有那些拥有或可以培养出所需技能以及充分展现职业道德的人才可以胜任。投资银行每年都利用末位淘汰制确定业绩最差的人，这些人会自己提出辞职或者被公司辞退，因此竞争异常激烈，并不是每个人都能成功。根据年份和公司的不同，被淘汰员工的比例大概在 5% ~15%。尽管在最初几年薪水差别不大，但是随后几年根据个人业绩薪水会发生相当巨大的变化。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

进入投资银行部有不同的职位选择。本科毕业生可以应聘分析师职位，少部分有 3 年工作经验的分析师、工商管理硕士（MBA）、法学博士以及其他行业的专业人士可以成为经理。有时（很少见）其他行业的专业人士或博士如果具备机构需要的某种独特技能，可能会被聘为副总裁或董事总经理，但这些职位主要通过内部晋升或从其他投资银行招聘。在有些机构，还有一些其他的级别，如高级副总裁或董事（见表 10-1）。

表 10-1 投资银行部的职位

职位[1]	来源	任职时间
分析师	本科毕业生	2～3 年
经理	3 年经验的分析师、工商管理硕士、法学博士、其他行业	3.5～5 年
副总裁	有经验的经理、其他行业	4～10 年
董事总经理	有经验的副总裁、其他行业	

① 有些投资银行在副总裁和董事总经理之间还会有董事或高级副总裁的职位。

10.1.1 分析师

分析师职位的准候选人应在本科阶段培养电子表格制作技能，最好能够选修会计和经济学课程。金融或投资类的课程不是必需的，但可以作为有价值的储备。由于投资银行只在少数大学进行暑期招聘，获得这样的机会很难，但是在大二或大三以后能有在投资银行暑期实习的经历还是很有帮助的。分析师职位一般有 2 年或 3 年的周期，之后他们通常被要求离职去读 MBA 或学术兴趣学科，或者另谋职位。根据不同年份和不同机构的情况，大约有 20% ～40% 的分析师会被邀请留在机构，晋升为经理。

分析师主要负责分析模型、收集信息、分析信息，为经理、副总裁和董事总经理的报告提供材料。他们同时有很多项目要做，并且是客户或交易团队的重要成员。项目一般与并购或融资交易有关。分析师一周大概有 80～100 小时在办公室工作，有时候要通宵，而且周末经常加班。因此，良好的心态、较强的分析能力、注重细节和强烈的职业道德是分析师必不可少的，也是在团队中做好工作必备的能力。

10.1.2 经理

尽管越来越多的分析师在工作 3 年以后都有机会晋升到经理职位，但是 MBA 依然是该职位主要的候选人。MBA 在校期间应着重培养自己的分析能力、沟通和团队合作能力。浩如烟海的金融和投资类课程很重要，关于衍生品、证券分析、税务筹划、并购重组的课程同样也很重要。最优秀的 MBA 候选人通常都有很强的背景，他们大都拥有许多展现个人领导力的社会活动经历背景，并且已被证明其拥有在组织中发挥作用的出色能力。经理负责大多数投资银行项目的日常细节，对提供报告负有主要责任。经理检查所有分析师的工作，包括财务建模，并亲自负责一些更为复杂的模型。经理也会与客户进行频繁接触，对于一些较小的交易，经理可能负责执行交易以及与客户直接沟通。除了管理多个项目以外，他们还需要负责培训分析师和招聘未来的银行家。经理的工作时间一般不会远低于分析师，平均在 70～100 小时之间，虽然不同城市以及不同规模

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

的机构之间会存在差异（比如纽约城以外或规模较小的机构要求的时间较少）。

10.1.3 副总裁

根据机构情况不同，经理一般工作 3.5～5 年以后会晋升为副总裁。副总裁主要负责管理大部分的交易以及交易团队的经理和分析师。同时副总裁也是与客户沟通的主要人员，并且参与新的业务发展及客户关系管理。客户问题的谈判和解决是他们的核心职责。此外，还需要调度公司的内部资源以满足客户需求，所以副总裁需要与不同的投资银行团队和其他部门进行沟通和协调。

除了处理工作，副总裁还负责招聘，指导并推动公司整体的业务运营。他们了解内部关系、资源分配、法律实务（有关特定交易）以及机构的道德标准。他们同时管理 5～10 个项目，负责执行已有交易，并发展能带来新收入的交易。

10.1.4 董事总经理

副总裁（或同级别）一般在工作 4～10 年以后会晋升为董事总经理。董事总经理管理副总裁、经理和分析师，主要负责管理客户关系。此外，他们担负着开拓新业务的责任，并被要求每年要实现一个最低收入。他们必须以团队为导向，具备获取为完成交易并满足客户需求所需的所有公司资源的能力。董事总经理可以接触到机构的高管，并经常安排其与客户见面。他们也可以获取由内部提供的和外部的法律、税务和会计专业人士提供的各种资源。

同客户协商并获取内部资源都是董事总经理工作的重要部分。合理的资源配置及内部政治问题也是其关注的重要方面。总之，董事总经理通常负责运营规模巨大的业务，相关的收入通常一年可达 1 000 万美元至 1 亿美元（甚至更多），根据不同职责范围和所属机构而不同。他们也会决定其团队成员的薪酬水平和职业发展路径，确定资本分配，并关注招募和培训。他们会经常同时管理 5～10 个带来收入的客户项目，并且还要平衡未来能够带来收入的客户。

10.2 交易和销售

交易部负责：①持有金融工具的交易风险头寸，以此为投资客户提供投资机会和流动性；②为投资客户提供融资、风险管理和其他证券服务；③为投资客户提供研究；④利用自有资本采取自营（短期）或者长期直接投资。通常情况下，上述关于投资银行部的职位对交易部同样适用。不过，对于能力超群的员工，晋升所需要的时间会缩短。交易部员工的薪酬开始可能与投资银行部持平或略低。然而，一段时间以后，业绩极其出色的员工在交易部获得的薪酬会更高，这往往是因为他们有能力为公司创造更大的收益。

进入交易部的职位与投资银行部相似：本科毕业生可以获得分析师职位；有 3 年工作经验的分析师（同投资银行部相比，有更多的晋升机会）、MBA，有时还包括其他行业的专业人士可以成为经理。在数量分析任务繁重的领域比如固定收益战略方面，也会聘请博士担任经理。有时（但很少见），如果博士或其他人具有机构需要的独特分析技能的话，也会被聘为副总裁或董事总

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

经理。

对该部门工作的描述最好是根据工作职能而不是职位。主要的工作职能包括客户交易、自营交易和机构销售。

10.2.1 客户交易

客户交易员行使权益、固定收益、货币和大宗商品交易员的职责。此外，在上述各领域都有对应的衍生品交易员。交易员的职责是利用机构资本来满足与投资客户进行的证券购买和出售交易。他们需要随时存有证券，以便可以为目标证券在合理的交易量内进行活跃的买卖报价。对现有投资的对冲决策以及预测未来价值是他们主要的职责。综合考虑多种风险并做出快速、准确的分析决策是非常重要的，这些风险包括政治、监管、利率、信用和波动性风险。交易员必须能接受定期的损失，并以有效和符合逻辑的方式管理投资组合。他们通常在中午之前、市场比较活跃的时候做出大多数关键决策，因此，一个优秀的交易员必须每天尽早开始工作（有时在上午7:00左右），在午餐之前做出大量清醒的决策。交易员的工作时间比银行家要短，通常每周50~60小时。不过，在交易大厅花费的时间相当多。

客户交易员必须与专业销售员合作，依靠他们获取重要的信息和交易机会。此外，他们还必须能够汲取内外部研究成果，综合这些信息建立分析模型，以此决定合理的交易决策。通常情况下，数以百计的交易员共同置身在拥挤的交易大厅这样一个节奏非常快的环境里，有成千上万台电脑屏幕和极大的噪声。因此，有能力将自己从周围嘈杂的环境中隔绝出来而专注于构建分析模型指导交易决策，是在这个行业取得成功的关键。

10.2.2 自营交易

自营交易员在很大程度上需要具备客户交易员所具备的相同的技能。然而，和客户交易员不同的是，他们不属于机构销售团队成员。自营交易员可能会接受内部销售同事的投资理念，也会与其他机构的专业销售员（他们是这些销售员的客户）进行接触。自营交易员会与十几个专业销售员进行交易，他们的主要职责是与那些能提供最好想法、最优价格和最佳执行方案的机构进行交易。假设内外部条件相当的话，交易更有可能在内部实现，除非有内部限制。

自营交易员和客户交易员有着潜在的利益冲突，因为他们会去竞争同一个交易机会。因此，要从物理上和法律上对他们进行隔离，甚至限制他们之间的交流。此外，由于投资银行家掌握着一些重要的非公开信息，这些信息只能与负责为客户提供顾问和执行交易的一小部分“需要知道”的银行家进行分享，因此，必须在自营交易员和投资银行家之间建立一个不可渗透的“中国墙”以实现双方的隔离。

在投资银行里，自营交易员有可能创造最大的利润，同时也可能造成最大的损失。因此，他们是薪酬最高的员工，如果损失过大的话，他们也是第一个被解雇的。这是一个紧张而令人兴奋的环境，在这里，自信、个性健全且分析力强的人可以获得很好的发展。然而，这并不适合那些心理脆弱或者患得患失的人。交易员必须采取组合交易方式并确保自己了解所有相关的风险。如果有六七成的交易是获利的，并且没获利的交易损失有限的话，交易员可以期望拥有一个长期而

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

且成功的职业生涯。

10.2.3 机构销售

机构销售分为权益、固定收益、货币和大宗商品领域。另外还有其他专业销售员关注与这些领域相关的衍生品。机构销售员直接与客户交易员合作，尽力为其机构客户拿到合理的买价和卖价，这些机构客户包括养老金、捐赠基金、家族基金、企业财务基金、保险公司、对冲基金、银行和共同基金。在这些客户中，对冲基金是最活跃的交易者。据估计，对冲交易大约占纽约泛欧交易所和纳斯达克50%的交易，这是迄今为止在任何主要的机构投资者类别中最大的交易。

1. 权益销售

权益销售由四部分组成。研究销售员基于对内外部研究的分析为投资者推荐股票。投资组合经理是他们的直接客户。销售交易员推荐股票交易的理念，即股票交易不能仅以研究为基础而应更多关注技术问题，这对于他们主要的交易——机构投资者的交易来说非常重要。销售交易员直接与客户交易员联系，定价并执行同机构投资者的交易（见第5章的图5-1）。可转换证券销售员主要将可转换证券卖给可转换证券投资者中的目标客户。权益衍生品销售员主要负责对衍生品交易有兴趣的投资客户。

销售员必须始终掌握市场的发展，具备较强的追踪客户的视角和偏好的能力，能够创造性地发现那些可以帮助投资客户获得风险调整后丰厚交易利润的证券和战略。他们处于内部的交易员与投资客户之间，以便平衡双方之间的利益竞争。

2. 固定收益销售

固定收益销售分为许多不同的产品领域，包括：①投资级公司债券；②高收益公司债券；③证券化产品；④困境债务；⑤银行贷款；⑥美国和其他国家的主权证券；⑦新兴市场债券和贷款；⑧市政债券；⑨优先股和商业票据；⑩货币市场工具；⑪外汇；⑫大宗商品。每一个都是高度专业化的领域，机构投资者希望能够提供及时的意见、创造性的解决方案、流动性和卓越执行力。

这是一个快速变化的市场，交易量是实现盈利的关键，因为许多产品的利润非常微薄。此外，固定收益销售包括一个独立的衍生品销售员团队，大多数情况下，他们会负责共同的客户。合适的客户会需要大量的协商和良好的沟通。根据机构的不同情况，大宗商品销售团队可能会关注下列任一或者所有产品的现货、远期或期货市场：金属（基础金属和贵重金属）、农产品、原油、成品油、天然气、电力、排放配额、煤炭、运输和液化天然气。

3. 大宗经纪销售

对冲基金是大宗经纪销售的主要客户。大宗经纪业务的主要产品是融券和在复杂的抵押品机制基础上提供的融资。该业务还负责协调证券清算及提供托管和报告服务。除了通过出借活动促进股票、债券与可转换证券的交易活动，该业务还关注外汇、贵金属和衍生品的大宗经纪活动。大宗经纪销售员要求具备广泛的证券市场知识，以及能与内部的销售员、交易员以及期待优质服务的对冲基金客户进行密切合作的能力。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

10.3 私人财富管理

私人财富管理专业人士维护、发展并管理与高净值个人、家族、家族办公室和基金的关系。私人财富管理根据客户风险参数，制定和实施长期的资产配置策略，以帮助投资客户实现金融财富的保值增值。他们还帮助客户获得投资理念、私人银行服务和信托公司服务。这项工作需要极强的社交能力、分析能力和交流能力，并且能够对全球的投资机会有较好的理解。投资客户可以做出任何投资决定并要求私人财富管理执行这些决定。另外，投资客户也可以将很多决定交给私人财富管理销售团队去做，他们会根据客户的风险偏好来配置资产。在这种情况下，销售工作就要求对客户谨慎介绍内部和外部提供的投资产品。在有些投资银行，私人财富管理业务和资产管理业务合并在一个部门。而在另外一些投资银行，私人财富管理业务和资产管理业务是分开的。此外，有些投资银行与拥有较小投资组合的个人投资客户合作开展大规模的“零售”业务。

10.4 资产管理

资产管理专业人士主要从事以下某一业务：

（1）基础的权益投资，对全球发达国家和新兴市场的上市公司进行自下而上的研究，主要专注成长型股票和价值型股票的投资。

（2）固定收益投资，寻找遍布本地或世界各地的固定收益投资机会，尤其侧重于正在研究的市场。他们关注各种期限，包括短期货币市场工具和30年期债券。

（3）量化投资，他们采用先进的量化分析方法，系统性地寻找阿尔法（超过“市场收益”的风险调整后收益）的来源。他们采用专有的风险模型，积极进行风险管理和配置。在该投资领域包含各种不同类型的投资风格。

（4）另类投资，包括对冲基金、私募股权投资、基金中的基金和房地产投资。

资产管理专业人士管理着规模庞大的基金，这些基金主要针对许多投资客户进行联合投资。此外，专业人士为机构、公司、养老金、政府、基金会、个人开发和管理客户化的投资组合及任意基金。他们还设计和管理共同基金，并开发新的投资产品。

本科毕业生主要从初级分析师或初级经理开始（不同机构之间头衔会有差异），主要协助买方研究员的研究工作。一些初级分析师或初级经理辞职去读MBA，另外一些晋升为经理。优秀的经理晋升为买方研究员（他们主要为投资组合经理提供投资建议），有些最终会晋升为投资组合经理。

进入资产管理部与进入投资银行部略有不同：入门级的职位一般提供给MBA，因此提供给本科毕业生的职位极为有限。资产管理部一般有更多的外部招聘，候选人通常来自咨询师、会计师或投资银行的卖方研究员。一些资产管理部职位主要针对获得特许金融分析师证书（CFA）的候选人。有些领域如宏观经济研究或量化研究领域还会聘请博士。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

10.5 研究

研究是一项着眼于全球的业务。它包括基础研究以及对选定公司的债务与权益证券、行业、大宗商品和经济的分析。研究团队主要为机构和个人投资者以及机构的交易部提供投资和交易的建议与策略。除了进行研究和撰写报告之外，研究员还要与投资和发行客户相互交流，以及为投资者和企业或政府发行人举办论坛和会议。

研究员要根据捕捉到的相关信息（同时滤掉噪声）来建立分析模型并解释事件，最终开展一些令人振奋的研究课题。除了分析能力，写作能力对促进沟通也是必不可少的。进一步而言，要想在研究方面做得更好，有深度且及时的分析和报告都是必需的。研究业务的进入门槛和资产管理领域相近。

10.6 直接投资

直接投资由专业人士组成，他们专注于：①通过杠杆收购方式收购上市公司或公司的一部分（私募股权投资）；②运输相关的基础设施投资（收费公路、机场和港口），以及受管制的天然气、自来水和电力公用事业等领域的基础设施投资；③夹层融资（次级债务、附有认股权证或可转换权的优先股）；④私募股权投资基金中的基金（以资产配置者身份投资多个不同的外部私募股权投资基金）；⑤房地产投资。

关于直接投资业务规模，高盛是一个很有意思的例子。高盛 2006 年募集了 65 亿美元基础设施基金，2007 年募集了 200 亿美元的私募股权投资基金，2008 年募集了 200 亿美元的夹层基金，2009 年募集了 55 亿美元的私募股权投资二级市场基金，从 2001 年以来在房地产行业的投资超过 160 亿美元。这项业务还包括 240 亿美元的私募股权投资基金中的基金。高盛投资于这些基金，估计有 10% ~20% 由高盛认购，其余资金来自机构和高净值客户。

在直接投资领域工作的专业人员有很好的投资背景和天赋。在私募股权投资领域，构建杠杆收购模型，关注债务资本市场以确保杠杆，寻找优秀的管理团队，确定有高收益率的退出策略，这些都可以检验专业人员的分析和谈判技巧。

近年来，伴随着银行直接投资领域的不断扩张，与投资银行的大型私募股权投资客户（如 KKR、TPG、凯雷、黑石和贝恩资本）之间利益冲突的可能性也不断上升。直接投资业务有时与这些机构直接竞争以获取投资机会。这成为一个问题，因为这些私募股权投资机构经常会为安排收购、债务融资和夹层融资向投资银行支付大额费用。此外，私募股权投资基金在 3 ~7 年的持有期之后卖掉原先购买的公司，此时会为安排退出交易向投资银行支付费用。典型的退出策略包括首次公开发行和并购出售，这两者都是投资银行的高收益业务。为了解决潜在利益冲突，有些投资银行与私募股权投资客户一起发起“俱乐部杠杆收购”。也就是说，如果收购规模超出了私募股权投资机构的能力，投资银行将与它们进行联合投资。这种情况下，投资银行声称它们是在帮助私募股权投资客户实现投资目标，而不是同它们进行竞争。

当一家投资银行是客户的潜在敌意收购顾问时，也会与直接投资业务存在潜在利益冲突。例

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

如，2006 年，高盛担任 BAA（7 个英国机场的所有者和经营者）的并购顾问，而 BAA 正是当时敌意收购的对象。令 BAA 感到惊讶的是，高盛的直接投资团队表示有兴趣收购 BAA，如果这能够防止 BAA 落入敌意收购者手中的话。此时，BAA 惶恐不安，原本聘请高盛担任顾问是为了防止被恶意收购，结果引狼入室，高盛成为潜在的敌意收购者。另一方面，高盛则认为他们作为潜在的“白衣骑士”以善意收购要约取代了恶意收购。结果是 BAA 解雇了高盛，最初的敌意收购者在公开市场上以高于高盛出价 19 亿美元收购了 BAA 股票。高盛因此遭到英国新闻界的批评，这件事使得高盛在 CEO 公告中表示，公司应该更加谨慎以避免未来出现潜在利益冲突的情况。

10.7 投资银行的其他职能

投资银行所进行的其他活动还包括一些旨在促进上述产生收入的业务的服务领域。这些服务领域包括财务、运营、合规、人力资源、法律、建筑与安全管理、技术。上述各领域对投资银行的成功运营是非常重要的。下面主要介绍运营和财务：

10.7.1 运营

有时候投资银行的运营活动需要占用所有员工中的 15%。这一领域中的员工对所有产生收入的业务提供支持。作为内部顾问，他们开发进程并控制和完善特定系统（这些系统能够提供精确及时的报告并执行）。他们主要从事风险管理和执行活动，保护机构和客户的资产和声誉。他们也是进行创新和流程改善活动的一支力量，这些活动主要包括创造新的系统、工具和工作流程以支持机构的交易，同时提高生产力和竞争优势。他们还参与过程管理活动，以便在机构内部创造最佳的解决方案，为客户、机构和行业面临的问题提供解决方法。

10.7.2 财务

投资银行的财务团队成员主要负责：①追踪和分析机构的资本流向；②管理与监管部门的关系；③为各种目的准备机构的法定财务信息和报表；④衡量、分析和控制机构的风险暴露；⑤与机构的每个业务领域进行协调以确保有充足的资金和适当的资本分配。财务根据职能不同划分为不同的组。控制组主要负责保护机构的资产。税务团队要确保机构遵循其运营所在国家的税法。资金部门主要负责管理机构的流动性和资本结构。信用部门主要保护机构资本免受交易对手违约所造成的损失。战略组制定和执行长期的战略计划（通常与银行业务领域的负责人密切合作）。市场风险管理组衡量、分析和控制机构的市场风险。最后，运营风险管理组分析能够识别、衡量、监测和管理风险暴露的风险评估框架。

10.8 投资银行业的机遇与挑战

10.8.1 住房抵押贷款证券化

住房抵押贷款证券化是将住房抵押贷款组合成资产池，然后将它们分割成不同的部分（档

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

级）并在资本市场上作为证券出售的过程。这个过程打破了商业银行将住房抵押贷款放在资产负债表上的传统。通过向政府支持企业（GSEs），包括联邦国民抵押贷款协会（FNMA 或 Fannie Mae，房利美）、联邦住宅贷款抵押公司（FHLMC 或 Freddie Mac，房地美）、政府国民抵押协会（GNMA 或 Ginnie Mae，吉利美），以及私人通道客户出售住房抵押贷款池，发起住房抵押贷款的银行释放了风险并增加了流动性。通过为先前流动性较差的住房抵押贷款创建市场，证券化提供了更有效的住房抵押贷款定价，从而降低了借款人的利率并有助于获得更大更好的住房。将住房抵押贷款分为不同档级（如从高收益到低收益、从短期到长期的证券）的活动，满足了不同风险承受水平的投资者，从而提高了这些投资产品的可销性。投资者可以投资证券化的住房抵押贷款，包括支付低利率的优先级证券（低风险）和支付高利率的次级证券（高风险）。

尽管带来了诸多好处，证券化的复杂性还是掩盖了住房抵押贷款相关投资所带来的风险。商业银行通过立即卖掉其发起的住房抵押贷款，将信用和利率风险转嫁给机构投资者和个人投资者，因此贷款银行很少有动力坚持严格的住房抵押贷款发放标准。代理人问题助长了负摊销贷款、零本金贷款、无证明住房抵押贷款的发展以及次级贷款的爆发。次级住房抵押贷款占所有住房抵押贷款的比例从 2002 年的 6% 上升到 2007 年的 20% 以上。如果把 2007 ~2008 年信贷危机比作一场地震，那么住房抵押贷款证券化就是这次地震的震中，它造成了数万亿美元的投资损失，同时也使投资银行业的前景发生了重大变化。

10.8.2 2007 ~2008 年间的信贷危机

经过数年宽松的信贷、过剩的流动性和廉价的债务，金融市场在 2007 年夏天到 2008 年年底之间终于崩溃了。利率上升和房价下跌的压力，使得再融资和出售房产成为一项艰巨的挑战，次级借款人开始大量违约。由于这些证券下的住房抵押贷款的价值不断缩水，住房抵押贷款支持证券和担保债务凭证的投资者首先受到影响并报告了大量损失。贝尔斯登的两只对冲基金大量投资于次级证券，在未能满足保证金要求的情况下，于 2007 年 7 月 31 日宣告破产。一度为美国第十大住房抵押贷款机构的美国住房抵押贷款公司，损失了筹集新贷款所需资金，于 2007 年 8 月 6 日申请破产。公司信用利差对这些备受瞩目的破产做出了回应，并且开始显著扩大，尽管大部分非金融企业持有大量现金。资产支持商业票据形式的短期融资逐渐消失，并对许多金融机构的前景造成了很大的威胁。所有这些事件的叠加导致了全面的信贷危机，对全球经济产生了深远的影响。

尽管政府极其迅速地应对次贷危机，但仍未能改善市场现状。注意到债务市场的流动性不足，欧洲中央银行（ECB）于 2007 年 8 月 9 日在银行间市场隔夜拆借中注入 950 亿欧元。美联储紧跟着于 2007 年 8 月 10 日在美国市场注入 380 亿美元，这是美国自 2001 年“9·11”事件以来最大的现金注入。美联储于 8 月 17 日将贴现率下调了 50 个基点，并在 9 月 18 日又下调了 50 个基点。为了提高短期流动性，美联储于 2007 年 12 月创建了定期拍卖工具（为银行提供 28 天贷款），2008 年 1 月又将联邦基金利率大幅下调了 75 个基点（这是自 1982 年以来第一次紧急下调）。

不幸的是，美联储的举动只能在短期内缓解市场，并没有抑制住房抵押贷款机构以及住房抵押贷款支持证券和担保债务凭证持有人所遭受的损失。美国最大的两家住房抵押贷款机构，美国国家金融服务公司和华盛顿共同基金也已寻求现金注入以加强其资本状况和弥补亏损。经过数月

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

的流动性问题以后，国家金融服务公司接受了 2008 年 1 月美国银行提出的用 0.182 2 股美国银行股票换取 1 股国家金融服务公司股票的提议。根据美国银行 2008 年 4 月 18 日的收盘价，国家金融服务公司的交易价值为每股 7.03 美元，相对于 1 年前的股票交易有超过 70% 的折扣。印地麦克银行，一家擅长 Alt-A 贷款的储蓄机构，发现他们的贷款有坏账损失，并且随着次贷危机愈演愈烈其资产价值也在不断下降。在一位参议员表达了对该银行偿付能力的担忧后，印地麦克银行在有效控制银行挤兑之后开始积极地寻求资本。然而，融资并未成功，这家银行在 2008 年 7 月 11 日被联邦监管机构查封。

美国第十大住房抵押贷款机构印地麦克银行的失败，再度引起了人们对房地美和房利美的担忧。这两个美国政府支持企业总共持有或担保约 5.2 万亿美元的住房抵押贷款（接近美国住房抵押贷款余额的一半）。尽管房地美和房利美拥有的大部分贷款都是优质贷款，拖欠还没有上升到令人担忧的状况，但这两家公司的股票在 2008 年夏天较 2007 年同期下跌了 80% 以上，由于经营亏损不断增大，已经威胁到住房抵押贷款机构的资本缓冲。2008 年 7 月 13 日，美国财政部和美联储宣布，他们将寻求国会批准，购买股票并使房利美和房地美获得美联储的贴现窗口，以此向投资者表明政府准备着手支持这些机构以抑制住房危机。

由于信贷紧缩，投资银行也受到严重影响。大型投资银行如瑞银、美林和花旗集团宣布次级证券的投资有显著的资产账面价值减值，最终导致这些银行的 CEO 辞职。雷曼兄弟也出现了资产减值并在 2008 年 6 月宣布了季度亏损（这是 1994 年这家投资银行首次公开发行以来的第一次），这使得其 CFO 和 COO 离职。随着经济疲软和商业信心的下滑，尽管投资银行已经进行了大规模的裁员，但投资银行业务和主要投资业务的利润依然大幅下跌。2008 年年底前，贝尔斯登出售给摩根大通，美林出售给美国银行，美联银行出售给富国银行，雷曼兄弟申请破产，与此同时，花旗集团遭受了股价大幅下跌，并需要大量的公共和私人资本的注入才能维持下去。通过“2008 年的投资银行业（下）：美丽新世界”可以对 2007～2008 年的危机以及由这次危机所带来的投资银行业的新范式有更全面的了解。

10.8.3 贝尔斯登

贝尔斯登，一家拥有 85 年历史、资产近 4 000 亿美元的投资银行，是此次信贷危机最大的受害者。经过数周的流动性和破产传言，2008 年 3 月，摩根大通愿意为贝尔斯登支付 12 亿美元，这仅仅是几个月前公司价值的一小部分。贝尔斯登的垮台无疑是惊人的，考虑到贝尔斯登已被美联储认定为“资本充足”的合规机构，甚至在被摩根大通接管后美联储还决定对其补贴以消除倒闭的可能性。它的杠杆率（资产/权益）在 2007 年第四季度接近 33 倍（一个极高的数字），但是在投资银行业中并没有高得离谱，比如同行摩根士丹利也是如此。

贝尔斯登最终垮台被认为是因为面临现金危机。尽管 CEO 艾伦·施瓦茨保证该公司的资产负债表越来越强劲，但在 2008 年 3 月 13 日，成群结队的交易对手开始履行追加保证金的要求，导致债权人从银行提取资金。第二天，施瓦茨宣布由于在过去的 24 个小时里贝尔斯登的流动性状况已严重恶化，所以决定向摩根大通紧急贷款。在接下来的周末，贝尔斯登同摩根大通（贝尔斯登抵押品清算代理机构）洽谈了收购计划。

在过去的 10 个月贝尔斯登经历了超乎其所应承受的困难，最终导致其消亡。2007 年 6 月贝

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

尔斯登的两家对冲基金（大量投资于次级住房抵押贷款支持证券）的倒闭，明确预示了信贷危机的到来。贝尔斯登随后在住房抵押贷款相关证券的资产账面减值和极度糟糕的季度业绩，再加上主要集中于固定收益交易，使人们越来越觉得它同其他投资银行相比，在苦苦挣扎。尽管如此，在信贷危机愈演愈烈的情况下，贝尔斯登还是采取一系列措施以筹集更多的长期资金，使投资者不要对其财务状况失去信心，在美联储的一级交易商信贷工具（PDCF）的帮助下，贝尔斯登幸免于难。PDCF 设立于摩根大通与贝尔斯登宣布交易的同一天，允许一级交易商以投资级证券作为纽约联邦储备银行短期贷款的抵押品，为它们的业务提供资金。贝尔斯登，一家度过了大萧条和储贷危机的机构的消亡，说明在金融不稳定时期，感觉比现实更有影响力。通过“2008 年的投资银行业（上）：贝尔斯登的兴衰”可以对贝尔斯登的兴衰有更全面的了解。

10.8.4 投资银行的短期融资

投资银行历来依靠大量的短期融资为其运营提供资金支持。短期融资最常见的形式是商业票据和回购协议。在一个典型的回购协议中，协议到期时，金融机构通过出售证券并在协议到期时（往往是隔夜，或一周，或一月）回购证券的方式获得隔夜融资。在该交易中，买方以收到的证券作为抵押品以防违约。如果这些资产价值暴跌，卖方将被迫拿出额外的现金以满足保证金要求，否则会面临失去获得信贷的风险。2007 年，投资银行所有资产的 25% 是通过隔夜回购协议筹集的，这相对于 2000 年的 12.5% 有显著增长。

商业票据不同于回购协议，一般没有担保，期限在 1～270 天（大部分票据 90 天到期）。通常投资银行通过新发行的商业票据进行再融资或者票据展期。

短期融资为投资银行带来了四大主要好处：

（1）历史违约风险低，因此融资成本较低（低于银行贷款利率）。

（2）资金的可获得性高。

（3）资金提供了相当大的灵活性以满足时刻变化的现金需求。

（4）在一个正常的向上倾斜的收益率曲线环境下，用短期债务购买资产能够获得高于资金成本的收益，在资产/负债不匹配的基础上创造盈利。

虽然短期融资为投资银行带来了很多好处，但同时也使它们面临利率和流动性风险。具体来说，当银行资产价值下跌，投资者要求的利率就会提高，短期融资的可获得性消失。2008 年 10 月（雷曼兄弟倒闭之后），投资银行就出现了这样的情况，当时商业票据的数量几乎一夜之间骤减至原来的 25%。当市场萎缩时，银行无法通过发行票据展期来偿还投资者，被迫以很大的折扣抛售资产。在抵押品回购协议中，信贷危机造成了显著的价值下跌（一般的信任危机也是如此），导致许多投资者拒绝回购协议展期。投资者的拒绝迫使银行低价抛售更多的资产，从而加剧了世界各地证券价值的下降。2007～2008 年投资银行经历了信贷市场的摧残之后，这些机构被迫显著降低对短期融资的依赖，并限制资产负债的不匹配性。最终的结果是更高的融资成本、更少的灵活性和更低的盈利潜力。

10.8.5 结构性投资载体

结构性投资载体（SIV）是从事市场套利的经营性金融企业，由花旗集团于 1988 年首次推

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

出。结构性投资载体主要通过在资产和负债之间的正投资溢价，以获取超过现行市场利率的稳定收益。具体来说，结构性投资载体主要通过将出售短期的资产支持商业票据的收入投资于长期的高收益住房抵押贷款证券上获利。

结构性投资载体在结构上类似于特殊目的载体（SPV），银行可以不用合并其资产负债表。这有助于释放监管资本，维持银行的信用评级，保护经营性企业免遭破产和其他风险的影响。与资产负债表合并的实体不同，结构性投资载体不需要公开披露其投资情况或杠杆。

大部分结构性投资载体通过投资高评级证券以最小化信用风险。然而，由于其投资策略，他们仍然需要面对流动性和利率风险。在水平的收益率曲线下，由于投资收益的提高与资金成本的提高不是那么相称，会导致结构性投资载体的净利息收入受损。结果，利润下降，直到长期证券的收益率提高。这种风险在利用对冲工具以后可能会有所降低，但流动性风险仍很难成功地控制。结构性投资载体依赖流动性资产支持的商业票据市场为投资进行融资。当再融资不可能时，结构性投资载体被迫出售其投资以满足债务需求。

在信贷危机期间，结构性投资载体遇到了巨大的流动性风险。商业票据的需求缺乏，以及住房抵押类证券的价格暴跌，严重威胁了很多结构性投资载体存活。2007 年 9 月，美国财政部对即将到来的危机做出回应，要求商业银行考虑建立超级通道，主要用来购买陷入困境的结构性投资载体的资产。这样，结构性投资载体不会被迫在市场上抛售住房抵押贷款支持证券而使其价格变得更低，进而可能引发全面崩溃。然而，该策略并没有奏效，随着信贷危机不断恶化，利用商业票据为结构性投资载体融资的可能性完全消失殆尽。随着 2008 年全球信贷危机不断恶化，大多数结构性投资载体的活动都徐徐落幕。

10.8.6 投资银行的杠杆率

与其他行业相比，银行业被过度杠杆化了。一般商业银行的杠杆率（总资产/股本账面价值）在 10:1 到 15:1 之间，非金融企业的平均杠杆率则在 1:1 到 3:1 之间。历史上看，投资银行比商业银行承担了更多债务，平均杠杆率在 20:1 到 30:1 之间。投资银行利用杠杆提高权益收益（这是金融服务企业密切关注的地方）。当商业计划实现以后，杠杆增加了收入和利润。然而，当损失产生以后，高杠杆则带来更大的损失，减少了权益并消耗了缓冲资本。2007 年，投资银行的杠杆率接近（在很多情况下，达到）历史高位。

投资银行不断通过调整杠杆率，以有效应对流动性状况和宏观经济。因此，在商业周期高峰时，杠杆率比较高，而在低谷时通常比较低。2007 年上半年，可观的自营交易利润表明投资银行正处在强劲的增长时期。尽管风险价值（VaR，用以衡量情况急剧恶化时，投资银行在最坏情况下的损失）预期不断提高，投资银行依然继续构建杠杆以增加他们的投资收益。然而，2007 年下半年信贷市场崩溃时，过度杠杆化给银行带来了负面影响。那时，交易损失越积越多，由于对相关抵押品价值的担心而使资产价格暴跌。因此，许多投资银行在过去 6 个月的时间里，都经历了过度投资到投资不足的状态。2008 年和 2009 年，投资银行在遭受了巨大损失之后，大幅降低了杠杆率并实施限制杠杆率的监管条款（见表 10-2）。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 10-2 投资银行的杠杆率

机构	杠杆率（资产/权益）			
	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年年中
美国银行	10.8	11.7	10.3	10.0
巴克莱①	39.2	41.4	49.8	41.0
贝尔斯登②	28.9	33.5	—	—
花旗集团	15.7	19.3	13.7	12.1
瑞信	28.8	31.5	36.2	30.1
德意志银行①	34.3	50.8	71.7	50.5
高盛	23.4	26.2	13.7	14.2
摩根大通	11.7	12.7	13.0	13.1
雷曼兄弟②	26.2	30.7	—	—
美林②	21.6	31.9	—	—
摩根士丹利	31.7	33.4	13.0	14.5
瑞银①	48.2	61.7	61.9	47.7

① 巴克莱、德意志银行和瑞银的财务按照国际财务报告准则，其他所有银行都是按照美国公认会计准则。国际财务报告准则和美国公认会计准则之间最大的区别在衍生品、非衍生交易资产和回购协议/融券的会计方面。前者是总风险暴露，而后者则以净值为基础。例如，在考虑美国公认会计准则影响之后，2008 年年底德意志银行的总资产从 22 020 亿欧元下降到 10 300 亿欧元。根据德意志银行目标杠杆率的定义，为使其符合美国公认会计准则扣除规则的要求已经做了调整（一些额外的小调整），2008 年 12 月 31 日，调整后资产/调整后权益倍数为 28 倍。

② 2008 年，摩根大通和美国银行分别收购了贝尔斯登和美林。同年，雷曼兄弟申请了第十一章破产保护，随后将其在美国的投资银行业务卖给了巴克莱。

资料来源：Respective 10-K and 10-Q filings；Deutsche Bank roadshow presentation from February 19-20，2009.

10.8.7 资本比率

一些投资者对投资银行的资本比率越来越持怀疑态度。投资银行根据巴塞尔协议 I 或 II 的准则报告了一级比率。这些比率是将股东权益和风险调整后的资产进行比较。然而，决定对资产进行适度的风险加权使得这个过程存在主观判断的可能性。历史上看，美国投资银行是基于巴塞尔协议 I 进行资产归类并受美国证券交易委员会的监管，而商业银行则基于巴塞尔协议 II 进行资产归类并受美联储的监管。然而，2008 年年底，所有的投资银行都基于巴塞尔协议 II 进行资产归类。不幸的是，巴塞尔协议 II 允许管理层对资产风险权重模型进行判断和控制，这实际上使得银行有很大的自由来设定自己的资本要求。因此，人们担心这些比率可能无法提供有关银行资本的可靠信息。表 10-3 对 2008 年 12 月 31 日各投资银行的一级比率进行了比较。

表 10-3 资本安全余量：银行的一级比率

2008 年年底① （%）

全球投资银行			
美国银行	9.2	高盛	15.6
巴克莱	8.6	摩根大通	10.9
花旗集团	11.9	摩根士丹利	17.9
瑞信	13.3	瑞银	11.0
德意志银行	10.1		

① 美国银行、巴克莱、花旗集团、瑞信、德意志银行、摩根大通和瑞银的财年截至 2008 年 12 月 31 日；高盛和摩根士丹利截至 2008 年 11 月 30 日。

资料来源：Respective 2008 10-K filings.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

10.8.8 薪酬

从历史上来看，投资银行将总净收入接近或低于 50% 的比例作为目标薪酬。在摩根大通，这一比例 2006 年为 41%，2007 年为 44%，2008 年为 63%。奖金通常占到薪酬支出的一半以上。在利润比较可观的年份，一个成功的副总裁或董事总经理的年终奖金可能是工资的 3 倍以上。2007 ~ 2008年金融危机以后，世界各地政府试图影响投资银行的薪酬决策，以尽力减少这些年由于过度冒险造成的损失。法国、德国和荷兰限制支付给资深银行家的奖金。在美国，一些接受过政府不良资产救助计划的机构被迫降低高管和交易员的奖金。然而，国会议员认为进一步扩大政府的触角只会带来新的问题，联邦监管机构和持反对态度的国会议员之间的激烈争论使为重塑适用广泛的有关薪酬的财务规则所做出的努力陷入困境。业内一致认为应该避免多年的就业合同，高达 50% 的奖金薪酬应以股票形式支付。不过，只要遗留的风险头寸随着时间推移依然盈利的话，这些都将不受限制。

10.8.9 资本市场的新权力经纪人

麦肯锡全球研究所进行的一项研究观察到，四类投资群体对全球资本市场有重大影响：亚洲各国政府、石油出口国、对冲基金和私募股权投资机构。由于他们已经积聚了日益增大的资本，其作用已经显著影响了投资银行的有关业务。这些新的投资群体扩大了它们的投资策略，并增加了使用私募融资作为公开市场的替代品。

这四类投资群体的金融资产加起来超过 12 万亿美元（见图 10-1）。随着亚洲国家的贸易盈余以及石油出口国的石油利润继续增长，它们的资产最终有可能达到保险公司的管理资产额。尽管始于 2007 年年中的信贷危机一定程度上降低了私募股权投资和对冲基金的增长率，但基于多样化投资的原因，即使收益已经下降，投资者对另类投资收益的需求仍然只增不减。由于私募股权投资和对冲基金可以杠杆化其投资，通过杠杆，2.3 万亿美元管理资产的购买力实际约在 5 万亿 ~ 6 万亿美元。

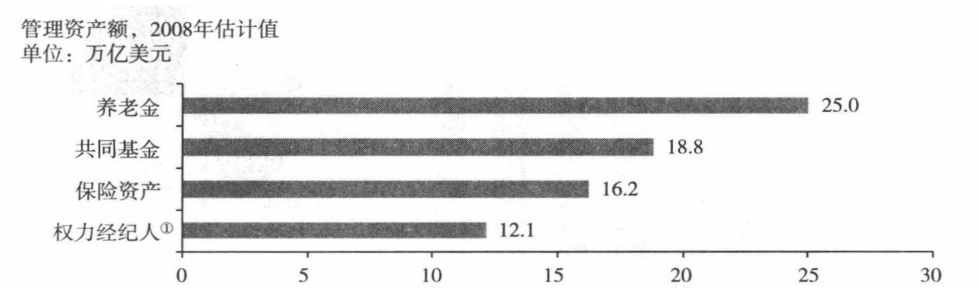


图 10-1 新权力经纪人——管理资产额

① 权力经纪人包括：亚洲各国政府、石油出口国、对冲基金和私募股权投资机构。

资料来源：McKinsey Global Institute; International Financial Services, London; Hedge Fund Research, Inc.; Investment Company Insititute; Preqin.

权力经纪人的影响力随着财富的不断增加而增加。花旗集团、瑞银、巴克莱和摩根士丹利近年来都接受了来自亚洲各国政府和石油出口国的大量投资（见图 10-2）。石油美元投资者包括海

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

湾合作委员会的六个国家（巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿联酋）和中东、北非的其他石油出口国，以及挪威、俄罗斯、委内瑞拉、尼日利亚和印度尼西亚。这些投资者包括来自这些地区的中央银行、主权财富基金、公司和富豪。总体来说，政府机构控制60%的石油美元外国资产，富豪和公司控制其余40%。高油价已经将石油出口国提升到主要外国投资者的行列，包括俄罗斯，它在2008年新增了3 300亿美元的外国投资（见图10-3）。

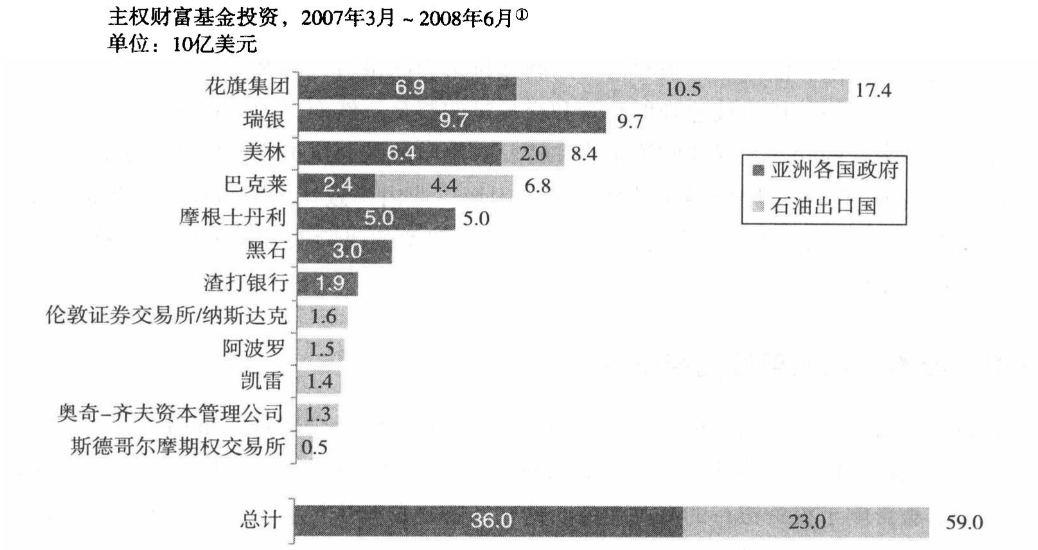


图10-2 亚洲各国政府和石油出口国在西方金融机构投资590亿美元

① 由于四舍五入，数值略有出入。

资料来源：McKinsey Global Institute；Dealogic；Datastrearm；press reports.

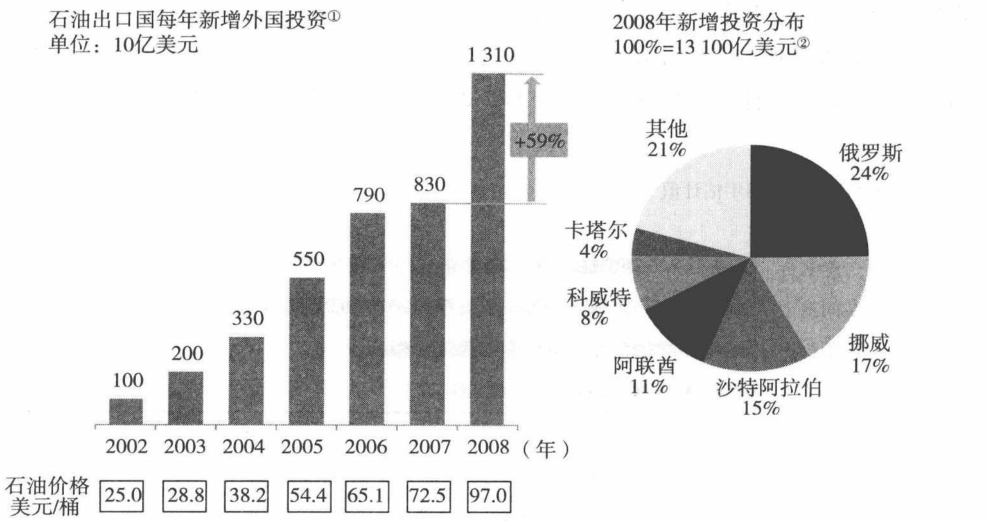


图10-3 高油价正在缔造新的石油权力

① 石油出口国包括海湾合作委员会国家（巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿联酋）、阿尔及利亚、印度尼西亚、伊朗、利比亚、尼日利亚、挪威、俄罗斯、叙利亚、委内瑞拉和也门。

② 由于四舍五入，数值略有出入。

资料来源：McKinsey Global Institute；Institute for International Finance；International Monetary Fund；U. S. Department of Energy；McKinsey Global Institute Cross-Border Investment Database.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

亚洲主权投资者包括中央银行和主权财富基金，其中中央银行持有外国资产的 85%，主权财富基金持有 15%。除了新加坡，亚洲各国政府通过中央银行管理着大部分外国资产，而中央银行以往主要投资于低风险的固定收益证券（特别是美国国债）。两个最大的中央银行投资者是中国（1.9 万亿美元的外汇储备）和日本（1 万亿美元的外汇储备）。纵观全球资产管理人可以发现，中国央行的管理资产额甚至比世界上最大的资产管理人还要大（巴克莱国际投资管理公司，见图 10-4）。

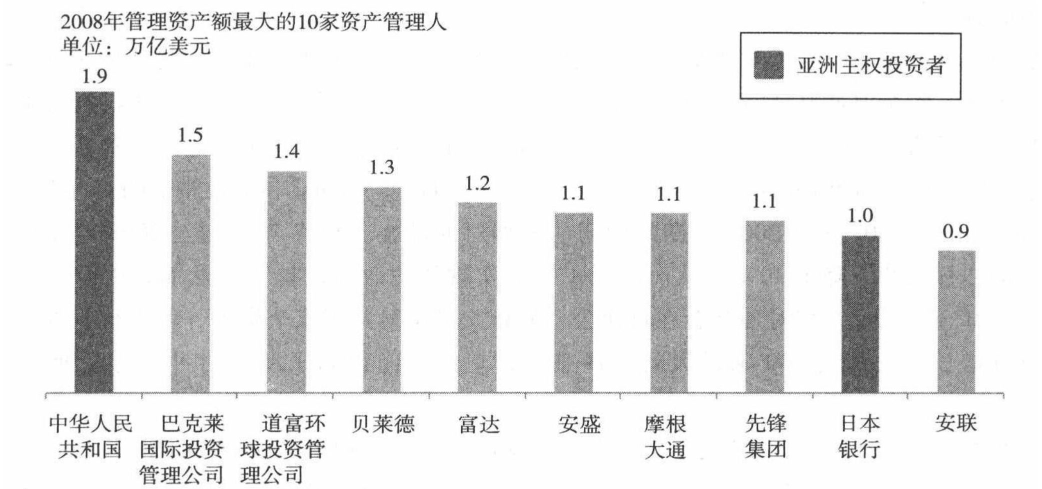


图 10-4　中国央行成为世界最大资产管理人

资料来源：McKinsey Global Institute；company reports；International Financial Services，London；Investment Alliance；Investment Company Institute；Nelson Marketplace Web；People's Bank of China；Bank of Japan.

主权投资者都有越来越大的欲望进行更为广泛的投资，其中许多投资往往伴随着更高的风险（见图 10-5）。

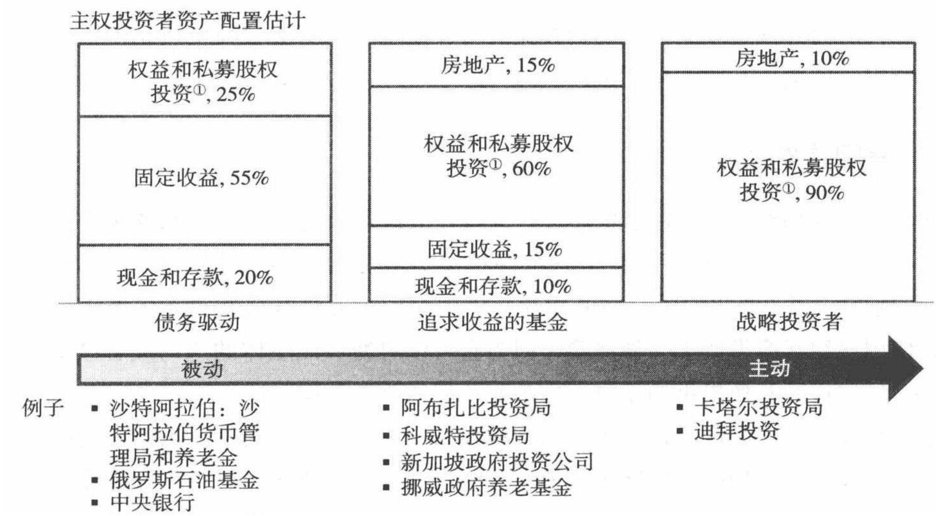


图 10-5　主权投资者趋向更多的权益投资

① 包括公司的直接股份，而不是通过私募股权投资基金。

资料来源：McKinsey Global Institute；press reports；McKinsey Global Institute interviews；Institute for International Finance；Morgan Stanley；Cap Gemini/Merrill Lynch；RGE Monitor，"Understanding the New Financial Superpower，" Setser and Ziemba（2007）.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

信贷危机严重影响了私募股权投资基金。高收益债券利率和互换利率之间的利差（用于衡量私募股权投资的信贷成本）已经从 2007 年 6 月的 190 个基点增加到了 2008 年 3 月的 539 个基点。融资成本的显著增加，加上杠杆收购信贷可得性的下降，降低了私募股权投资机构的融资能力，并减少了杠杆收购的规模。然而，私募股权投资机构正在寻找其他的方式部署资金，已经将其影响力扩展到了私募股权投资上市公司（PIPE）、只需低杠杆的新兴市场小企业投资、重组银行投资和困境债务投资。

信贷危机也显著影响了对冲基金。危机使对冲基金的收益下降，并使一些基金崩盘。2008 年第一季度，整个对冲基金行业的平均收益为负，这是自 2004 年以来首次出现收益为负的情况。2008 年全年收益下降了 19% 以上，直到 2009 年上半年才反弹为正收益。贝尔斯登旗下的 3 家对冲基金 Peloton Partners，Sailfish Capital Partners，Focus Capital 和瑞银旗下的对冲基金 Dillon Read 都是在 2007 年和 2008 年期间倒闭的大型对冲基金。2007 年年初至 2008 年年底，对冲基金的杠杆大约下降了 40%，从而降低了行业实现历史收益的能力。然而，由于合并有利于最大的基金，以及几家对冲基金在首次公开发行交易中筹集了永久资本，所以行业管理的资金却继续增长，尤其是 100 家最大的对冲基金，它们已经控制了所有对冲基金管理资产额的 74%。

迅速崛起的新权力经纪人引起了一些潜在的风险。比如，新增的流动性可能推动资产价格上涨：亚洲和石油美元投资者大量购买美国国债和公司债券，导致美国长期利率下降多达 75 个基点。虽然这可能有助于产生低成本的资本，但宽松的货币环境依然会导致房地产价格不断上涨，进而引发后续的住房抵押贷款危机。另一个风险是担心国有投资者可能会出于政治目的而利用他们的支付能力（我们可以看到委内瑞拉前总统查韦斯的行为和俄罗斯停止对乌克兰的天然气供应）。系统风险也会导致对冲基金失败，这也是长期资本管理公司濒临倒闭以及 2007～2008 年信贷危机时令人担忧的主要风险。最后，2006 年和 2007 年，糟糕的私募股权投资也会导致信用违约的显著增加，从而降低这些年份的投资收益。对冲基金和私募股权投资机构所面临的挑战，使得我们对投资银行的信用和收益持续关注。

10.8.10 信用违约互换

信用违约互换（CDS）是一种衍生品合约，旨在分散风险并减少对违约或破产等信贷事件的风险暴露。在信用违约互换中，一方（信用保护买方）定期支付费用给另一方（信用保护卖方），一旦出现第三方（参照主体）债务违约，信用保护买方将有权获得相应补偿。对信用保护买方而言，信用违约互换类似于一种保险，因为它可以对冲参照主体的违约或者破产。对信用保护卖方而言，信用违约互换提供的年收入作为所承担风险的补偿。

不同于其他大多数金融产品，信用违约互换在历史上一直不受监管。虽然合同指定了信用保护卖方的身份以及违约保护的约定终止日期，一些合约中没有要求卖方持有资产作为交易的抵押品。由于缺乏自律组织指定标准条款和做法，所以没有统一的方法来估计在这些合约中所涉及证券的价值。此外，信用违约互换的交易量很大，一个合约在其有效期内通常会被多次交易。因此，信用保护买方往往不知道信用保护卖方是否有充足的资本支付证券损失，也不知道是否能向自己支付。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

根据国际互换与衍生品协会（ISDA）的说法，在过去的10年中，信用违约互换市场迅速扩大，2008年年中达到54万亿美元以上的名义金额，超过美国股市市值的2倍。信用违约互换作为一种流行的投资组合管理工具，能够灵活而有选择地披露企业信用。投资者不支付最初现金就可以有效地建立空头头寸。这些工具还允许投资者在低流动性期间退出债务头寸。

20世纪90年代中期强劲的经济带动了信用违约互换市场的增长。信用保护卖方认为企业违约的可能性比较低，并将收到的额外费用视为提高投资收益的简便方法。多年以来，情况的确如此，投资银行、商业银行、一些保险公司（尤其是美国国际集团）和对冲基金都从信用违约互换市场获利。

然而，次贷危机爆发以来，收益迅速消失。信贷利差明显扩大，信用违约互换被大量用来对冲糟糕公司的违约，因此，对信用违约互换合约的业绩产生了负面影响。根据惠誉报告，2007年6月全球售出的40%的信用违约互换是针对投资级以下的公司或证券的，相比2002年的8%上升不少。随着债券违约不断上升，投资者开始担心对手风险，并质疑卖方是否有充足的储备弥补亏损。这些担忧促成了美联储对贝尔斯登和美国国际集团（它们都是活跃的信用违约互换卖方）的紧急援助。贝尔斯登和美国国际集团的交易对手从这些机构撤出现金，监管机构也担心大规模破产会造成不良影响。

为响应这些事件以及担心信用违约互换市场的崩溃，监管机构拟议了新举措，旨在消除一些信用违约互换交易中的歧义。财务会计准则委员会（FASB）提出的新披露清单，包括从2009财年开始的财务报表。该准则要求信用违约互换卖方披露信用衍生品的性质及条款、进入的原因、支付及履约风险的现状。此外，卖方还应披露未来的支付量、衍生品的公允价值，以及是否有规定允许卖方重获第三方的现金和资产以支付已经成交的保险业务。

10.8.11 过桥贷款

投资银行为并购客户的现金收购提供了大量过桥贷款承诺，过桥贷款只有当高收益债券等长期债券或银团贷款没有完成时才提供。过桥贷款通常有承诺费、贷款时的执行费，以及远高于LIBOR或基准利率的信贷利差。此外，过桥贷款的提供者通常确保有权安排替代融资，其中包括承销费和私募费。

尽管过桥贷款能够帮助投资银行从私募股权投资机构那里获得额外的高收益业务（如债务承销和并购顾问），但也存在相当大的风险。例如，2006年和2007年，私募股权投资机构推动投资银行提供大量过桥贷款为许多大型收购提供资金，而投资银行从中获取并购顾问费。当出现信贷紧缩时，由于资本市场不能提供高收益证券或长期银团贷款等形式的替代融资，许多与收购相关的过桥贷款被执行。结果，投资银行在没有预料到的情况下，不得不将大量的资本用于长期贷款，随着信贷环境的不断恶化，造成了相当大的损失。据估计，截至2007年8月底，九大投资银行持有的过桥贷款出乎意料地高达2 500亿美元，这些资金主要用于私募股权投资客户的杠杆收购融资（见专栏10-1）。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 10-1 **杠杆收购过桥贷款**

- 2007年大型私募股权投资交易的巨大规模，加上始于2007年下半年不断升级的信贷危机，导致投资银行资产负债表沉淀了大量的过桥贷款。截至2007年第三季度，过桥贷款余额估计有3 000亿美元。
- 虽然对投资银行来说并不是一个赚钱的生意，但是并购的激烈竞争和来自私募股权投资客户的融资费用，驱动大多数大型投资银行参与到借贷中来。
- 具有讽刺意味的是，尽管是私募股权投资机构的压力造成了投资银行的困境，私募股权投资机构却利用它们的痛苦，通过募集专项基金从银行低价购买贷款。

搁置的过桥贷款（2007年第三季度）

公司	搁置的过桥贷款余额估计值（亿美元）
花旗集团	510
摩根大通	410
高盛	320
德意志银行	270
瑞信	270
雷曼兄弟	220
摩根士丹利	200
美国银行	180
美林	160

搁置过桥贷款专项基金

基金	基金规模（亿美元）
高盛基金	10
雷曼兄弟特殊情况基金	20
橡树基金	40
TPG信贷基金	10
阿波罗	10
黑石	10

资料来源：Reuters Loan Pricing Corp.; Deponte, Kelly: "Hung Bridge" Fund, Probitas Partners, Sep. 2007; company filings; author's estimates.

10.8.12 投资银行业展望

2007年和2008年，由于融资和并购市场萧条，支持自营交易的可用杠杆减小，住房抵押贷款相关业务、过桥贷款和结构性投资载体安排的大额坏账注销，使得投资银行业的收入暴跌。2009年上半年，并购和融资市场的部分复苏带动了收入增长，同时为行业稳定提供了基础。高盛、摩根大通和摩根士丹利稳居全球投资银行收入的榜首，并有继续保持下去的势头。其他6家全球最大的投资银行也应当能够维持其竞争地位，与此同时，精品投资银行在并购顾问市场将会大有作为。

权益、权益衍生品、外汇和大宗经纪业务在一定程度上较少受到信贷紧缩影响，应该能够很好地发展下去。一些受直接影响的业务，如证券化和信用衍生品，为了获得预期的收益，需要调整投资组合和强化人才基础。固定收益业务应该减少对杠杆的依赖，尤其是短期融资。投资银行必须在自营交易方面避免重蹈覆辙。未来自营交易的关键是更多关注于为促进客户交易所承担的风险，而非与客户无关的杠杆投资。

展望未来，投资银行业对风险和杠杆的偏好会越来越低。这可能会导致更低的权益收益率，除非投资银行在降低成本方面取得技术性进展，更多关注与客户分享利益的机会，创造尚未开发

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

的产品和服务的收入来源。从历史来看，投资银行业在重塑自我以及通过新产品和服务获取收入方面，已尽显智慧。尽管监管更为严格，包括对资产负债表和薪酬进行更严格的控制，随着全球经济逐渐好转，投资银行业将能继续为客户创造价值并获得更多的收益。

习题

1. 投资银行和销售交易的职业路径有哪些主要区别？
2. 什么是“中国墙”（Chinese Wall）？美国的哪个监管机构关注“中国墙”的有关问题？
3. 住房抵押贷款市场的哪些发展导致了次贷危机的爆发？为什么？
4. 什么是信用违约互换（CDS）？监管者试图做哪些努力来减少信用违约互换市场的风险？
5. 在什么情形下，结构性投资载体市场的套利模型不起作用？
6. 与商业银行相比，为什么美国投资银行允许在高杠杆下运营？
7. “感知就是现实”是如何运用于贝尔斯登的情形？
8. 亚洲投资者和石油美元投资者如何参与到2007～2008年的金融危机的起源中去的？请从宽松的信贷、过剩的流动性和廉价的债务三方面回答。
9. 信用违约互换如何运用于对冲和投机？

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第二篇
PART2

对冲基金与私募股权投资

第 11 章　对冲基金概述

第 12 章　对冲基金投资策略

第 13 章　股东积极主义及对公司治理的影响

第 14 章　风险、监管和组织结构

第 15 章　对冲基金的挑战与业绩

第 16 章　私募股权投资概述

第 17 章　杠杆收购的财务模型

第 18 章　私募股权投资对公司的影响

第 19 章　组织结构、报酬、监管及有限合伙人

第 20 章　私募股权投资的挑战与机遇

第 21 章　中国的私募股权投资

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 11 章　对冲基金概述

美国证券交易委员会曾经指出，对冲基金“没有法律上精确的或被广泛认同的定义”[㊀]。但大多数市场参与者都同意对冲基金有以下特点：①投资上具有完全灵活性，包括做多和做空；②通过借款（并通过衍生品进一步提高杠杆）提高收益水平；③最少的监管；④流动性较低，因为锁定协议（在对冲基金存续期的第一年或前两年不允许流通）及季度支付限制（“门”协议可能会进一步限制支付），投资者收回投资的能力受到限制；⑤投资者只包括富裕个人和机构，如大学捐赠基金、养老金和其他合格的机构买家（基金中的基金例外，它面向更广泛的投资者）；⑥费用根据业绩对基金管理人进行支付。

典型的对冲基金费用结构包括管理费和业绩费，而典型的共同基金则没有业绩费，只有相对较少的管理费。对冲基金管理费通常约为资产净值的 2%，而业绩费约为基金资产净值增量的 20%。这种“2 和 20”的费用结构明显高于大多数其他资金管理人。当然，私募股权投资基金的管理人例外，他们也享有类似的高费用。

对冲基金追求的是绝对收益，即投资收益理论上不依赖于整个市场和经济的表现，这不同于共同基金。关于对冲基金，历史上有一个著名的观点（2008 年许多对冲基金损失惨重，这个观点曾引起很大争议），它们的收益与传统的股票和债券的市场收益“不相关”。投资者在保持收益不变的同时能够降低投资组合的风险，或者在增加收益的同时不提高风险，这一与市场不相关的特点很有吸引力。

这种投资管理的方式始于 1949 年阿尔弗雷德 W. 琼斯建立的一个基金，该基金通过卖空资产对投资组合中的资产头寸进行对冲。这种方式能够通过买入看涨资产和卖空看跌资产，抵消市场变化所带来的影响，相当于创造了一个用于消除总体市场风险的基金。其他人随后效仿琼斯，在投资基金中使用对冲策略，这一类投资基金后来就被称为对冲基金。然而，许多并不使用对冲策略的基金仍被视为对冲基金，前提是它们也表现出了前面所述对冲基金的那些特征。事实上，多项学术研究都表明，大多数对冲基金，都不是对冲的。例如，2001 年的一项研究显示，在调整了所持资产的过时价格（定价并没有准确地反映当前的资产价值）后，对冲基金相对于标准普尔 500 指数（每隔一个月计算一次）的贝塔系数是 0.84[㊁]。而 2009 年的

㊀ “Implications of the Growth of Hedge Funds.” Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission, 2003.

㊁ Asness, C., R. Krail, and J. Liew. “Do Hedge Funds Hedge?” *Journal of Portfolio Management*. 28 (2001): 6-19.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

一项研究，使用了更多的市场数据（进一步调整了非流动性），也得出了相似的结论，对冲基金行业相对于标准普尔 500 指数的贝塔系数是 0.44。[⊖]

在美国和其他许多国家，对冲基金是不需要在证券监管部门注册的，因为它们只对专业机构和高净值投资者开放。此外，在某些情况下，投资者的人数还有上限。所以，对冲基金在杠杆、衍生品的使用、卖空、费用、财务报告和投资者流动性等方面不受监管部门的监管，而共同基金却不能豁免这些监管。监管豁免（但不是全部）使得对冲基金能够广泛运用一系列投资策略，并且能够根据市场环境的变化，投机地、快速地改变投资程序和策略。2009 年 6 月，美国的一项立法提案指出，对冲基金的顾问应该在美国证券交易委员会注册。尽管许多对冲基金拒绝注册，但仍有 1 900 多家对冲基金顾问已经自愿在美国证券交易委员会注册。

11.1 杠杆

对冲基金经常通过借款（创造杠杆）来增加投资组合的规模以提高收益（如果资产价值增加）。例如，一只对冲基金募集了 1 亿美元，它可能会从银行借款 3 亿美元，从而购买 4 亿美元的证券，并用这 4 亿美元的证券作为 3 亿美元贷款的担保。这就是所谓的保证金贷款。对冲基金使用杠杆的另一种方式是通过回购协议，即基金同意以某个约定的价格出售证券给另一方，然后在未来的约定日期以更高的价格购回证券。此外，基金通过卖空证券获得的资金购买其他证券，并通过衍生品合约，使得对冲基金能够用比直接购买资产更少的资本投资更多风险资产，实现杠杆投资（见专栏 11-1）。

专栏 11-1　对冲基金如何进行杠杆运作

对冲基金的投资能够通过多种方式的杠杆化提高总体收益。

直接杠杆方式

银行借款

对冲基金运用银行的保证金贷款（以保证金方式购买证券），例如购买 ABC 证券的保证金比率为 20%，对冲基金可以以 2 美元购买价值 10 美元的 ABC 证券，剩下的 8 美元由银行贷款支付。银行为了保证贷款的安全性，会要求对冲基金把约定数量的 ABC 证券存在银行作为担保。如果 ABC 证券的市场价值下降，银行可以要求对冲基金增加担保（追加保证金）来进一步保护自己。

回购协议

通常用于对冲基金购买债券的融资，回购协议是指一方同意以一个约定的价格出售证券给另一方，然后在未来以更高价格购回证券。

隐性杠杆方式

卖空

卖空交易是指卖出从银行或其他机构借来的证券。卖出证券的资金被用于购买其他证券，即多头/空头交易。

表外杠杆：通过衍生品和结构化产品

衍生品包括期权、互换和期货。通过衍生品，投资者能够相比于直接购买投资于更多的风险资产。投资于高风险的结构化产品，如担保债务凭证也可以获得隐性杠杆。

⊖ Connor, Gregory, Lisa Goldberg, and Robert Korajczyk. *Portfolio Risk Analysis*. Princeton University Press (forthcoming).

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

2008 年上半年，对冲基金业的杠杆估计是投资资本的 3～4 倍。

资料来源：Farrell, Diana, et al. "The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping the Global Capital Markets." McKinsey Global Institute Oct. 2007.

当对冲基金借款时，收益和损失都会被放大。例如，一只对冲基金向投资者募集 100 万美元并借款 300 万美元，进行了一项总价值 400 万美元的投资，当投资组合价值下跌 25% 时，如果对冲基金破产，投资者将损失全部投资。相反，当投资组合价值上涨 25% 时，在扣除管理费和运营费之前，投资者将获得 100% 的投资收益。

2007 年年底，对冲基金拥有超过 1.9 万亿美元的投资资本，通过债务和衍生品形成的杠杆，可投资资产达到 6.5 万亿美元，杠杆率是 3.4 倍。这个数字接近保险公司总投资的 1/3，略超过养老金投资的 1/4。由于 2007～2008 年信贷危机的影响，对冲基金的杠杆率在 2009 年第一季度下降到 2.0 倍，可投资资产下降到 2.4 万亿美元，下降幅度为 64%（见图 11-1）。

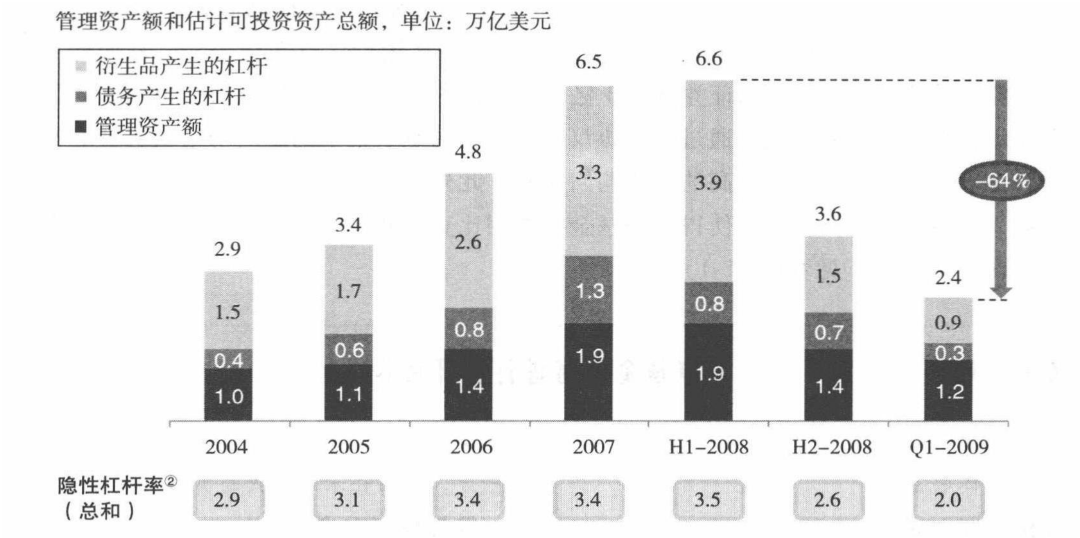


图 11-1 对冲基金杠杆化①后的资产在不到一年时间内从 6.6 万亿美元下降到 2.4 万亿美元

① 包括通过债务产生的杠杆以及通过衍生品和其他工具产生的表外杠杆。

② 杠杆率 =（总杠杆额 + 管理资产额）/ 管理资产额

资料来源：McKinsey Global Institute; Global Capital Markets Survey; Dresdner Kleinwort Equity Research; International Financial Services, London; Financial Risk Management, Ltd.; Financial Services Authority.

11.2 增长

对冲基金一直在以惊人的速度增长，从 1990 年的 530 只基金、不到 390 亿美元规模，发展到 2007 年的 7 600 多只基金、大约 1.9 万亿美元规模（见图 11-2 和图 11-3）。这种飞速增长得益于以下几个原因。

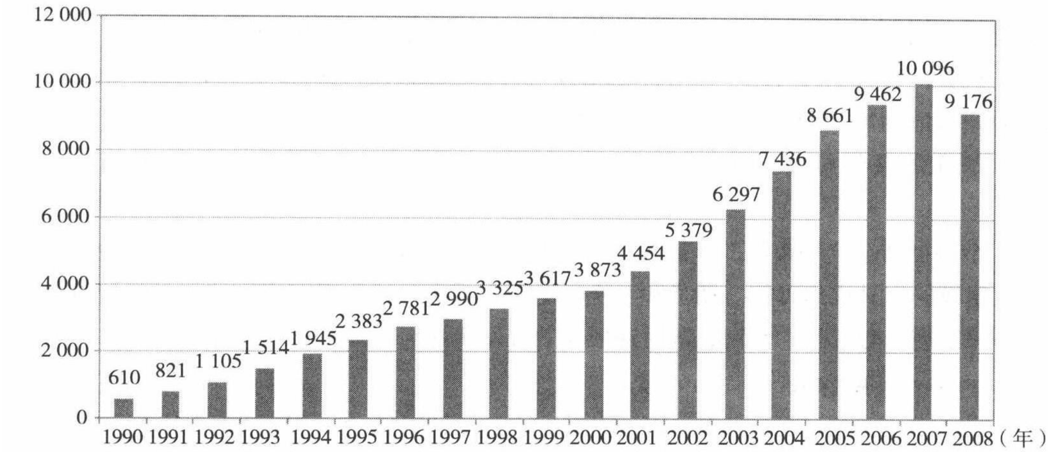
（1）投资多样化。投资者寻求投资组合的多样化而不是"只能做多"的投资基金，对冲基金投资于一系列广泛的资产和风险，能够满足投资者多样化的需求。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

对冲基金和基金中的基金总数的估计

1990～2008年



对冲基金和基金中的基金的数量估计

1990～2008年

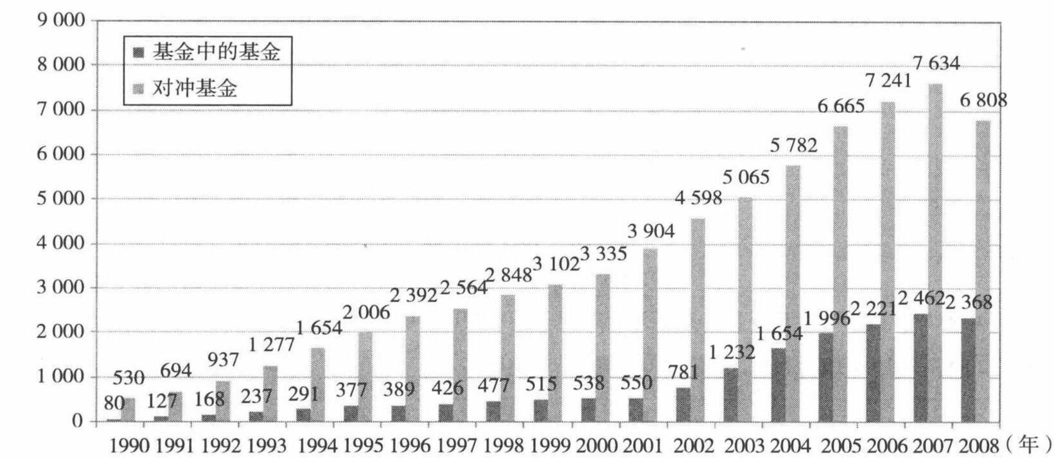


图 11-2　对冲基金和基金中的基金总数的估计

资料来源：Hedge Fund Research，Inc.

（2）绝对收益。投资者发现对冲基金的绝对收益非常有吸引力。大多数的传统投资基金试图击败市场平均收益，如标准普尔 500 指数，如果基金收益超过对应的指数，就会被视为管理出色。然而，如果指数收益是负的，这种结果显然比获得绝对收益（意味着收益大于零）的对冲基金要差。当然，尽管对冲基金关注绝对收益，但有些对冲基金的收益也会是负的。

（3）机构投资的增长。在看到一些大学捐赠基金，如耶鲁基金，通过将全部投资组合的50%份额配置于对冲基金、私募股权投资基金、房地产以及大宗商品中，并获得出色收益（2001～2007年，平均年收益率超过 23%）；许多大型机构投资者，如养老金和石油美元基金（当然也包括其他大学捐赠基金），不断增加对对冲基金的投资。

（4）有利的市场环境。这个时期的特点是有一个良好的市场环境。因为对冲基金是依靠杠杆来提高收益，低利率、信贷的可得性、债务条款的灵活性、强劲的权益市场表现以及温和的税收

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

和监管条件，都促进了对冲基金的增长。

（5）人力资本的增长。一些世界上最优秀的金融投资领域的人才相继进入对冲基金业。对冲基金能够从投资银行和资产管理机构吸引优秀人才，主要是因为它提供更高的报酬以及更独立的工作机会。2006 年，有 26 位对冲基金经理的收入超过 1 300 万美元，其中文艺复兴科技公司的创始人詹姆斯·西蒙斯赚了大概 1.5 亿美元。2007～2008 年，保尔森基金公司的总裁约翰·保尔森带领公司做空住房抵押贷款支持证券，其收入大约是 3.7 亿美元，达到行业顶峰。

（6）金融创新。金融市场的产品和技术创新以及交易成本的降低，使得对冲基金进行更加复杂和更大规模的交易成为可能。期货和互换的电子交易平台以及直接市场接入工具使得对冲基金能够交易一系列金融资产并获利，同时还能有效控制风险。

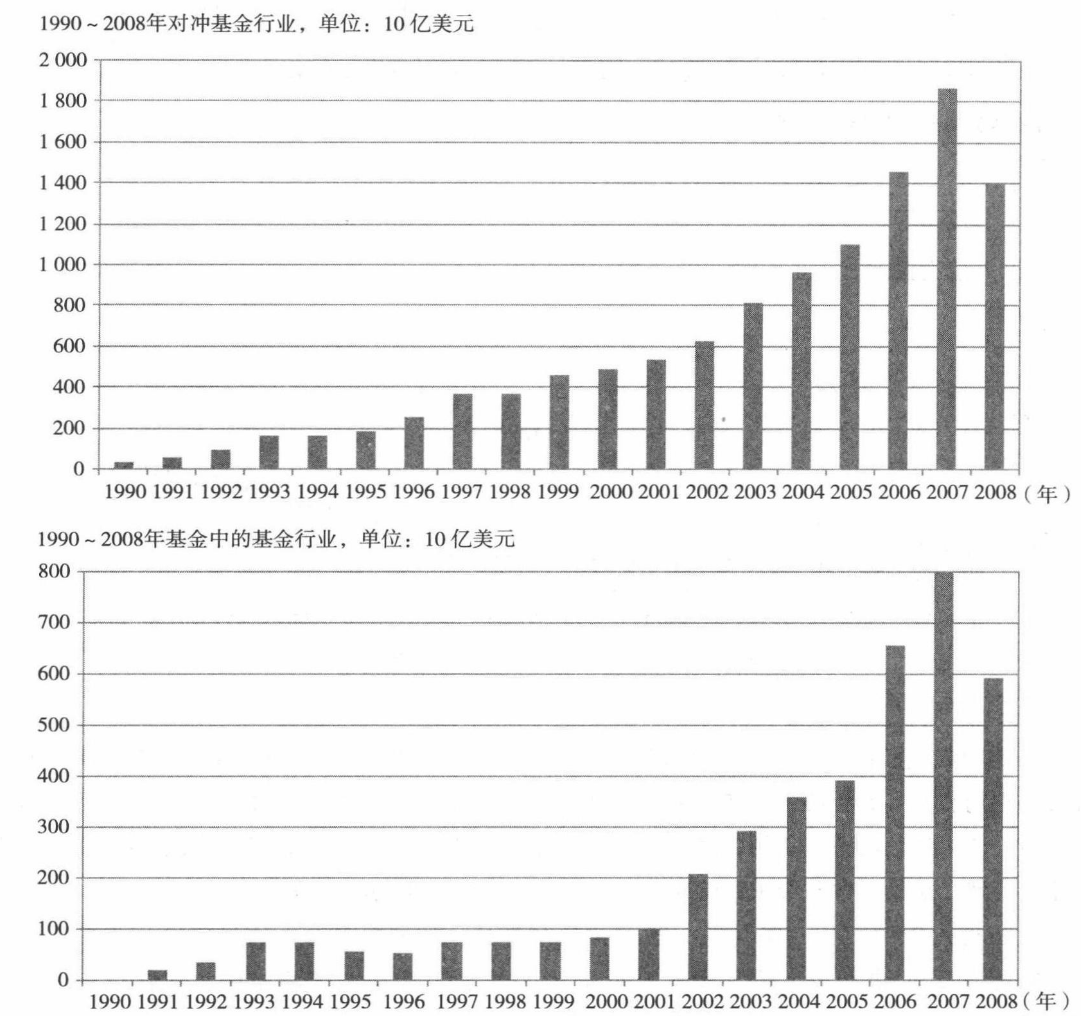


图 11-3 资产增长的估计

资料来源：Hedge Fund Research，Inc.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

11.3 投资者的构成

高净值个人曾是对冲基金最主要的投资者，2002 年，他们持有对冲基金一半以上的资产。在过去 10 年中，尽管这类投资者在数量和持有资产都翻了一番，但持有对冲基金资产的比例在 2008 年下降到 30%。大部分其他投资者在此期间以更快的速度在增长：机构投资者，比如养老金、保险公司、捐赠基金和基金会，它们所持对冲基金资产比例现在已经达到对冲基金总资产的 38%（1997 年仅为 25%）。高净值个人、家族基金和机构投资者也通过基金中的基金投资于对冲基金，2008 年，基金中的基金持有对冲基金总资产的 32%（比 1997 年的 14% 多两倍以上），如图 11-4 所示。

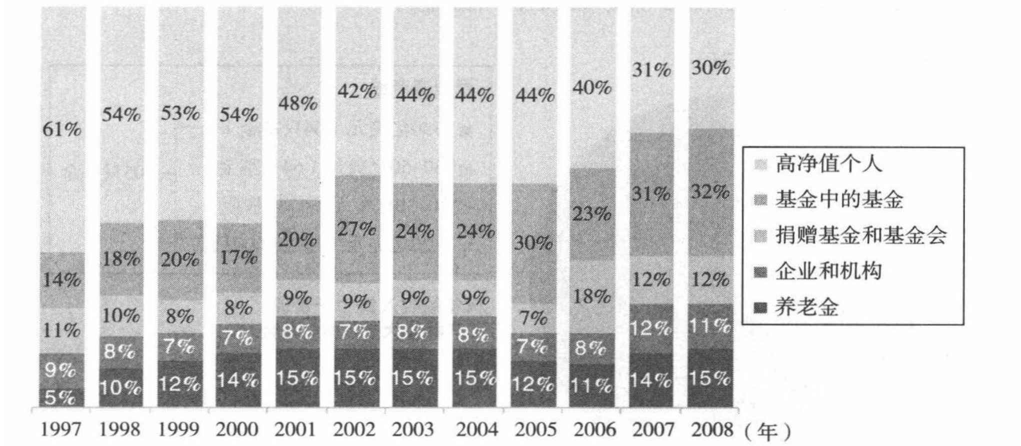


图 11-4 高净值个人的比例已经下降

资料来源：McKinsey Global Institute；Hennessee Group LLC；International Financial Services，London estimates.

11.4 行业集中度

在对冲基金业，最大的参与者具有绝对的优势。2008 年年底最大的 10 只对冲基金如表 11-1 所示。2008 年，最大的 100 只对冲基金控制着 74% 的对冲基金资产（意味着大约 1.5% 的基金控制了 74% 的资产）。超过 75% 的对冲基金资产由美国的基金所持有，超过 15% 的对冲基金资产被欧洲的基金所持有。对冲基金的收益高度集中于排名前 205 位的基金。截至 2006 年年底，全球对冲基金的收入约 330 亿美元，前 205 位的对冲基金获得了 244 亿美元，占总收入的 74%（见图 11-5）。

表 11-1 2008 年年底管理资产额前 10 名的对冲基金

机构	地区	管理资产额（10 亿美元）
布里奇沃特投资公司	美国	38.6
摩根大通	美国	32.9
保尔森公司	美国	29.0

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

机构	地区	管理资产额（10亿美元）
德劭集团	美国	28.6
布勒旺霍华德公司①	欧洲	26.8
奥奇－齐夫资本管理公司资本	美国	22.1
曼氏集团①	欧洲	22.0
索罗斯基金管理公司	美国	21.0
高盛资产管理公司①	美国	20.6
法拉龙资本管理公司②	美国	20.0
文艺复兴科技公司②	美国	20.0

① 2008年12月31日数据，其他都是2009年1月1日数据。
② 并列第十位。
资料来源：Absolute Return Billion Dollar Club，March 2009 rankings.

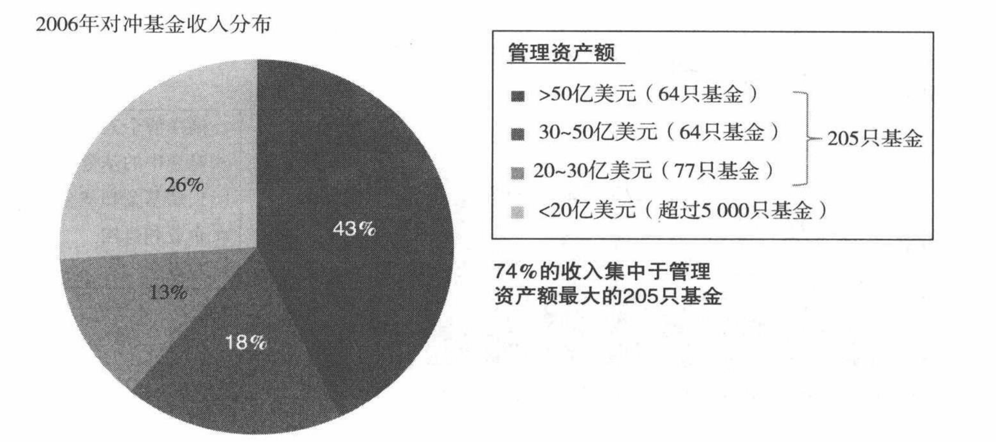


图11-5　对冲基金收入高度集中于排名前205位的基金

资料来源：McKinsey Global Institute；Lipper Hedge World；Merrill Lynch；Mckinsey Global Institute hedge fund interviews.

11.5　业绩

1996～2006年，对冲基金的平均年收益（扣除费用后）只比同期的权益类投资稍高。例如，对冲基金研究公司的HFRI基金加权综合指数（HFR指数）显示，此期间的对冲基金年平均收益率为10.6%；对应地，同期MSCI世界股票指数（MSCI指数）的年平均收益率则为8.1%。但是，HFR指数收益的标准差却相对较低为2.1%，MSCI指数则为4.2%[⊖]。2007～2008年（在此期间市场混乱），HFR指数的年平均收益率为－5%，MSCI指数为－20%。2002～2008年，业绩最好的对冲基金的平均收益比全行业收益高许多：排名前1/10的对冲基金平均业绩超出HFR指数45.8%。因此，在正常的市场环境（并且风险较低）中，对冲基金的平均业绩稍微高出权益市场；而在不稳定的市场中，前者要明显比后者好。对投资者而言，把资金投入到业绩最好的对

⊖ Ferguson, Roger, and David Laster. "Hedge Funds and Systemic Risk." Banque de France Financial Stability Review, 2006.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

冲基金中，收益要明显好于对冲基金的平均收益。

不幸的是，因为对冲基金不需要被监管者要求履行任何规定的报告协议，所以对冲基金数据会有一定的偏差进而扭曲收益。比如，存在存活偏差（某些基金在清算或者破产时从数据库中被剔除）和回填偏差（当某些新的基金加入到数据库中时，它们会只报告正面的过往业绩）。如果这些偏差被排除了，对冲基金的收益可能会降低。例如，曾经有证据表明，在1995～2006年的调查期间排除了偏差以后，对冲基金的年复合收益率为9%（扣除费用后），同期标准普尔500指数收益则为11.6%。[⊖]然而，在此期间，对冲基金创造了年均3%的阿尔法收益（独立于整体市场的收益）。这意味着对冲基金提供了有用的投资多样化，尽管排除偏差后的表现不如标准普尔500指数。在始于2007年年中的金融危机期间，对冲基金收益与股票指数收益之间的相关性有所增加，这减少了之前没有发生重大市场事件时所表现出来的投资多样化所带来的好处。

1995～2008年，除了1998年和2008年，对冲基金平均收益每年都是正的。它们的总体表现在牛市非常强劲（见图11-6）。1990～2008年，比较风险调整后收益，对冲基金策略的年平均收益比纯股票投资组合和纯债券投资组合都要高（见图11-7）。此外，2001～2007年的数据表明，上四分位数的对冲基金的收益要明显高于美国的股票和债券的收益（见图11-8）。随着对冲基金市场不断成熟，越来越多的数据将能够被用来评价行业的业绩。近些年的一些学术论文已经开始分析对冲基金的收益以及它们是否真的能够获得阿尔法收益。专栏11-2是对这些研究的一个总结。

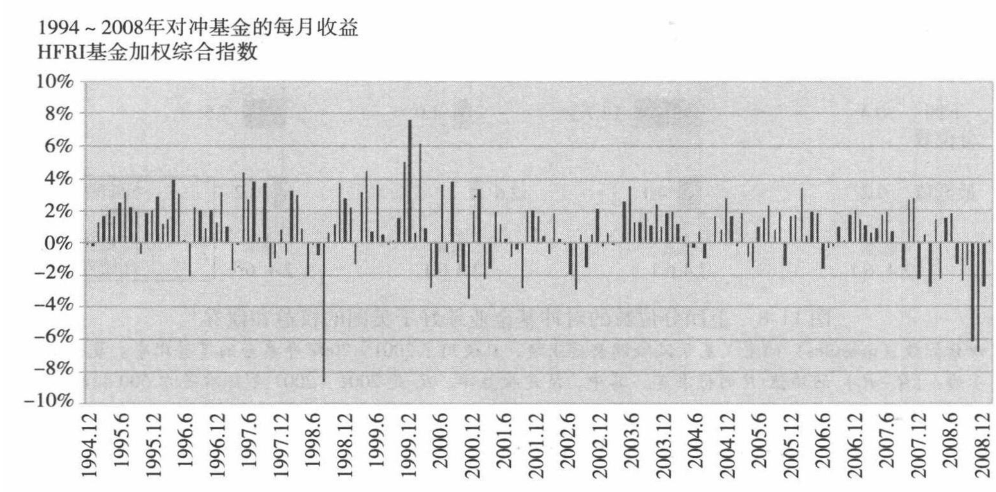


图 11-6 对冲基金在牛市中表现强劲

注：牛市是指道琼斯工业指数一个20%下跌前的20%上涨。熊市是指道琼斯工业指数一个20%上涨前的20%下跌。

资料来源：Hedge Fund Research, Inc.; DJIA data provided by Commodity Systems Inc.

⊖ Ibbotson, Roger, and Peng Chen. “The A, B, Cs of Hedge Funds: Alphas, Betas, and Costs.” Yale ICF Working Paper No. 06-10. 2006.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

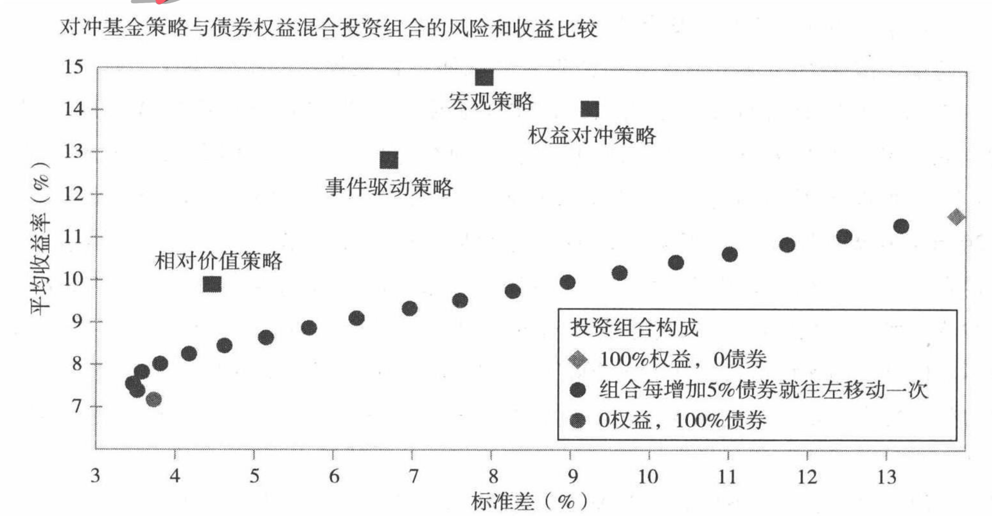


图 11-7　1990 年以来对冲基金策略的业绩超过债券和权益（考虑风险）

资料来源：McKinsey Global Institute；Hedge Fund Research，Inc.；Datastream.

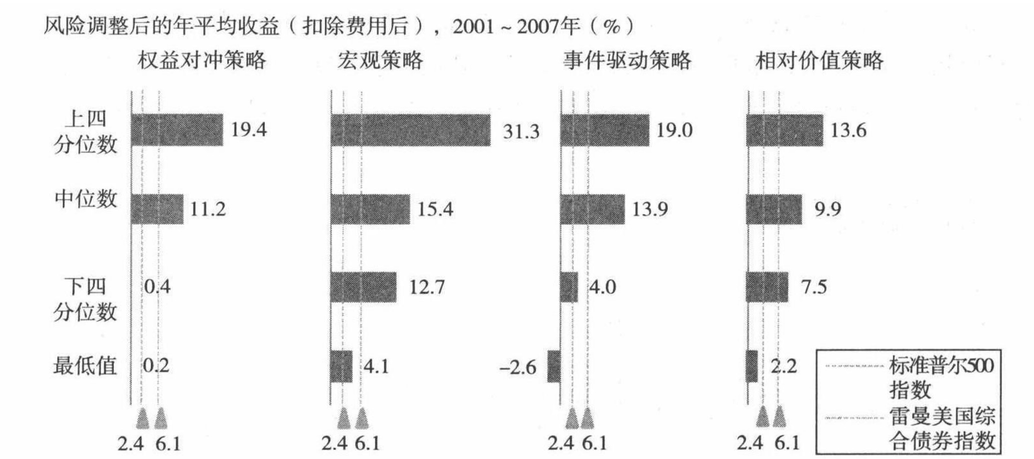


图 11-8　上四分位数的对冲基金业绩好于美国的权益和债券①

① 四分位数（quartiles）的定义基于风险调整后业绩，且使用了 2001～2007 年基金的夏普比率。夏普比率表示为：$(R-R_f)$ 的均值/R 的标准差，其中，R 是收益率，R_f 是 2001～2007 年标准普尔 500 指数的平均收益（2.43%）。

资料来源：McKinsey Global Institute；Hedge Fund Research，Inc.

专栏 11-2　对冲基金业绩的学术研究

由于对冲基金业绩数据获得的限制，对于行业的清晰评价是十分困难的。然而，基于可以获得的少量并且在不断增加的对冲基金领域的学术论文来看，可以得到以下结论：

- 对冲基金的业绩总体上略微好于公开权益市场。
    - 上四分位数的对冲基金业绩显著好于权益。
- 对冲基金的波动性总体上略微低于公开权益市场。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

■ 绝对收益（“阿尔法”或者独立于市场的收益）已经变得更不确定：

○ 许多对冲基金策略，70% 以上的收益反映了共同市场指数的收益。[1]

○ 基金中的基金不存在阿尔法。[2]

○ 对冲基金年收益中的 3% 可以归因于阿尔法。[3]

○ 基于若干年的数据，上四分位数的对冲基金能够实现显著的阿尔法（达到每年 15%）。[4]

这些研究表明，相对于投资于成本较高的对冲基金（业绩最好的对冲基金除外），投资于市场指数应该是一种理智且成本较小的替代方式。

必须注意到存在许多关于这些发现的限制，比如数据不是完美的，这会产生许多偏差：

■ 选择偏差：加入对冲基金数据库是自愿的。

■ 存活偏差：那些倒闭的基金，在大多数对冲基金数据库中不包括。

■ 回填偏差：一旦对冲基金在一个数据库中登记，在登记之前年份的收益也会被提供并且包含在数据库中。对冲基金通常会在积累了优良业绩记录后才登记加入数据库。

■ 清算偏差：在一只基金进入最后的清算程序时，它的收益将不会被报告。

尽管很难统计所有这些偏差的影响，但通过一些估计可以知道，基金存活偏差和回填偏差加起来能够使行业收益被放大 4%。[5]

① Hasanhodzic, Jasmina and Andrew W. Lo, “Can hedge-fund returns be replicated?: The linear case.” *Journal of Investment Management*, Q2 2007, Vol. 5, No. 2.

② Fung, William, et al. “Hedge funds: Performance, risk, and capital formation.” AFA 2007 Chicago Meetings paper, 19 Jul. 2006.

③ Ibbotson, Roger G. and Peng Chen. “The A, B, Cs of hedge funds: Alphas, betas and costs.” Yale ICF working paper, Sep. 2006.

④ Kosowski, Robert, et al. “Do hedge funds deliver alpha? A Bayesian and bootstrap analysis.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 84, No. 1, Apr. 2007, pp. 229-64.

⑤ Fung, William and David Hsieh. “Hedge funds: An industry in its a dolescence.” *Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review*, Q4 2006, Vol. 91, No. 4.

资料来源：Farrell, Diana, et al. “The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping the Global Capital Markets.” McKinsey Global Institute Out. 2007.

11.6 2008 年的衰退

2008 年，全球的权益和债务市场出现未预料到的下跌，使得包括可转换债券和银行债务在内的许多金融资产不再受投资者青睐，并且在价值或（和）流动性方面被扭曲。全球金融领域稳定性方面不断增长的不确定性导致了相关方（包括大宗经纪商）去重新评估有关对冲基金的信贷数量和期限，这使得许多对冲基金投资组合在 9 月和 10 月的杠杆率和随后的流动性有了很大程度的下降。2008 年第三季度和第四季度，大量未意料到的投资者赎回要求使许多对冲基金只能出售那些不受青睐的头寸和混乱市场的投资组合，这些赎回要求源于投资者自身突然的流动性需求，对冲基金的被迫出售加剧了证券的错误定价并且随后进一步恶化了对冲基金已经糟糕的业绩。

瑞信特里蒙特对冲基金指数在 2008 年下降了 19.1%，成了对冲基金业绩最差的一年。但是，

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

这一下跌相比于同期的标准普尔500指数38.5%的下跌还是有优势的。因此，尽管2008年对于对冲基金而言是非常糟糕的一年，但整体上比标准普尔500指数超出19%。图11-9是二者的业绩对比。由于2008年的惨重损失，超过900只对冲基金倒闭，对冲基金总数在2008年年底减少到9 176只（包括基金中的基金），并且管理资产额下降到1.4万亿美元（从2008年年中创纪录的1.9万亿美元下降了超过5 000亿美元）。2008年最后一个季度，对冲基金见证了1 520亿美元资金被赎回。因为投资者通过各种渠道来寻求现金的增加，所以无论是业绩好的还是业绩差的基金都经历了净资产流出。这意味着即使是业绩强劲的基金，如卡克斯顿合伙公司，2008年，它旗下的最大基金获得了13%的收益，但是总资产却下降了27%，也没能完全避免资产流出。专栏11-3是关于对冲基金2008年痛苦经历的讨论。

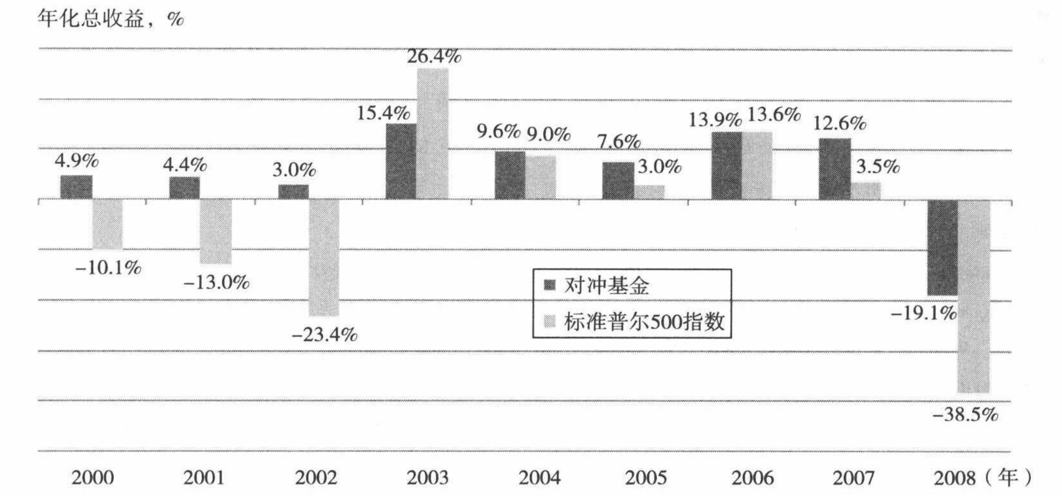


图11-9 2000～2008年对冲基金与标准普尔500指数的收益比较

资料来源：Credit Suisse/Tremont；S&P 500 data provided by Commodity Systems Inc.

专栏11-3 2008年对冲基金市场的痛苦

对冲基金应该在艰难的市场中繁荣发展。2008年却不是这样。股票在这一年经历了历史性下跌，债券市场到处都是麻烦，对冲基金经历着前所未有的最糟糕的一年。该年末，投资者在努力地退出市场，从而结束了多年来的市场增长并创造了关于未来业务主要成分的不确定性。投资者从对冲基金中赎回资金的部分原因是渴望获得现金用来直接配置到权益投资中，此时因为权益市场下跌，权益配置基准被打破。

对冲基金研究公司，一家芝加哥的公司，追踪市场得出：2008年12月，对冲基金全球范围内平均损失19%。尽管这比同期标准普尔500指数（包括股息）38.5%的损失好，但与大多数对冲基金过去十几年的收益相去甚远。多头/空头基金，这一最大的对冲基金种类，平均损失了27%。那些投资于新兴市场的基金则损失了37%。

基金管理人和投资者试图弄明白到底哪里出了问题。一个结论是：太多的基金购买了相同的资产。随着市场在9月和10月开始下跌，对冲基金感受到了巨大压力，它们中的许多基

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

金选择出售投资组合，造成价格进一步降低以及那些没有出售的基金的损失。对冲基金必须出售一部分投资组合的部分原因是，一些机构投资者为了在权益市场下跌从而最低权益配置基准被破坏时，寻求直接投资于权益的机会，因此必须赎回对冲基金的投资组合以满足增加直接权益投资的需要。

根据高盛的数据，对冲基金青睐的股票业绩比总体市场差。一个与对冲基金最相关的 50 只股票的指数下跌 45%（包含股息），而标准普尔 500 指数只下跌了 38.5%。

多数对冲基金面临的一个问题是它们所持有的不易出售资产的数量，这些资产包括贷款、房地产投资、小额股份、非上市公司。这些非流动性投资曾经达到了一些基金投资组合 20% 的份额，总价值约为 4 000 亿美元。随着金融市场的压力，从这些投资中抽出身来甚至准确评估它们都变得更难。

对冲基金面临的另一个问题是，2008 年 12 月伯纳德·麦道夫因为数十亿美元的庞氏骗局被捕带来的副作用。麦道夫不是一名对冲基金的经理，他的生意是，管理他从棕榈滩到长岛的交际圈中关系亲近的富裕个人、名人和遍布欧洲的私人银行客户的私人账户。他的被捕使投资者对所有私人投资经理的信任产生动摇。

这个丑闻也对基金中的基金产生了负面影响，基金中的基金这类专业的投资机构从客户处筹得资金并投资于其他投资基金的组合中。一些这类机构募集了数十亿美元资金投资到麦道夫的联接基金中，这遭到了质疑：这些机构到底做过多少尽职调查，客户的投资是否被真正多样化，投资是否达到了应该达到的安全度？

资料来源：Zuckerman, Gregory and Jenny Strasburg. "For Many Hedge Funds, No Escape." *Wall Street Journal* 2 Jan. 2009.

2009 年，对冲基金开始回收它们于 2008 年遭受的损失，行业的平均收益率在 6 月底达到 9.5%（相比之下，标准普尔 500 指数的同期表现十分平淡）。几乎所有主要基金的投资策略的期限都提高到了 6 个月，包括一些在 2008 年中业绩最差的投资策略都表现出了强劲的反弹。比如，新兴市场策略，2008 年下跌了 37%，在 2009 年 6 月底却上升了 20%。相似地，可转化套利策略，2008 年下跌了 33% 以上，2009 年上半年上升了 29%。详见第 15 章关于对冲基金业绩的进一步讨论。

2009 年第二季度，对冲基金资产在达到 2008 年年中的行业最高点后第一次出现增长。这次增长完全是投资收益驱动，而投资者在此期间收益了 430 美元。整个行业的资产额从 2008 年 12 月 31 日的 1.41 万亿美元适度地增长到 2009 年 6 月 30 日的 1.43 万亿美元。但是，仍然存在基金倒闭或者清算的事情。2009 年前两个季度中出现下跌的对冲基金总数在 6 月底估计为 8 923 只。

11.7 市场流动性和有效性

对冲基金对全球资本市场有着举足轻重的影响力。因为活跃地交易证券，对冲基金在许多最大的权益和债务市场上达到了 1/3 以上的交易量（见图 11-10）。例如，对冲基金在纽约泛欧交易所和伦敦证券交易所的股票交易量都高达一半份额。对于债务证券，对冲基金还占据了 47% 的困境债务、30% 的美国政府债券和 25% 的高收益债券的交易量。在普通信用衍生品的交易中，对冲基金占据了总交易量的 60%。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

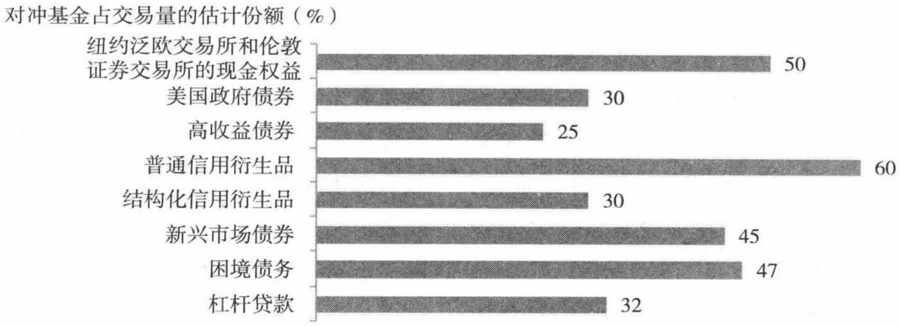


图 11-10 对冲基金占据重要的交易量份额

资料来源：McKinsey Global Institute；NYSE；LSE；U. S. Bond Market Association；IMF；Greenwich Associates；Financial News；Gartmore；Stern School of Business；British Bankers' Association；ISDA；McKinsey CIB practice.

对冲基金的交易极大地增加了全球市场的流动性，并且增加了机构投资者、企业、政府和个人的融资选择。这也导致许多新的对冲工具被设计出来用于降低投资风险。对冲基金活跃的交易也创造了金融市场更好的价值发现，这有助于减少定价无效性。

对冲基金极大地促进了信用衍生品的增长，2007 年的名义金额超过了 60 万亿美元规模，但 2008 年年底由于信贷危机的影响下降到了 39 万亿美元。根据麦肯锡全球研究所的调查，2006 年，对冲基金购买了当年 1/3 以上的衍生品合约，提供了价值 6.4 万亿美元的名义信用保护（净值为 8 000 亿美元）。此外，对冲基金是资产支持证券和担保债务凭证的大买家。因此，银行能够发放更多的贷款并且把资产负债表中的风险转移出去。这又使得消费者和企业有了更多的融资渠道。尽管有很多正面的好处，但这种融资渠道的扩展不幸地成了导致始于 2007 年年中金融危机的原因之一，因为个人住房抵押贷款被过度发放，而这些贷款人中许多并不具备信用贷款的资格。

对冲基金为了支持私募股权投资基金的杠杆收购，向它们提供了许多贷款。标准普尔测算，2006 年，对冲基金承诺了超过 700 亿美元的杠杆贷款给私募股权投资机构的组合公司和投资级别以下的公司，这个数字占了全年所有这类贷款总额的 13%。

11.8 金融创新

对冲基金已经成为新产品的重要使用者，这些新产品由投资银行和其他允许并有效地、低风险地、低透明度地投资于不同资产种类的金融机构开发出来。这导致了量化交易（使用电脑来分析异常的金融价格并利用这种异常来进行自动交易）和更多鲁棒套利交易（robust arbitrage trading，利用价格无效性投资于两个相关的金融工具）。最新开发的金融产品在交易所和场外交易市场都能获得，这些产品使得对冲基金能够投资于之前只能被银行持有的消费信贷、住房抵押贷款和信用卡贷款。

新产品也包括了总收益互换、信用违约互换、能够提供之前对冲基金无法投资的资产种类的投资机会的综合产品，以及能够提高风险承担能力的对冲工具。此外，对冲基金是快速完善的风险管理系统的受益人，这使得它们能够参与更复杂的交易。然而，许多这类产品的复杂性也导致了未预期风险，增加了造成更大损失（有一些已经发生）的可能性，引起了对监管者和从业者的

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

更多争议。关于金融创新的好处是否大于随之而来的系统风险和个体风险，一直存在不同意见（见第 14 章）。

11.9 非流动性投资

对冲基金在过去限制参与非流动性投资，而更倾向于将它们的投资期限与投资者接受的一年典型锁定期相匹配。但是，许多对冲基金为了提高收益已经逐步增加了对非流动性资产的投资，比如，通过私募股权投资上市公司（PIPE）在上市公司中获得了大量的少数股权。它们购买的担保债务凭证和担保贷款凭证一定程度上也是非流动性的，因为这些固定收益证券很难定价并且在危机期间二级市场表现疲软。此外，对冲基金参与了贷款（奥奇－齐夫资本管理公司提供了一笔大额贷款为收购世界上最著名的足球队之一——曼彻斯特联队融资），并投资于实物资产（购买印度尼西亚的油井设备）。某些时候，当资产贬值且对冲基金决定继续持有资产直到价值回收，而不是折价出售（见下文的“侧袋”），预计持续期不超过一年的投资就会变成非流动性的长期资产。估计对冲基金管理的总资产中超过 20% 是难以定价的非流动性资产，这使得对冲基金的资产估值变得十分困难，并且造成了对冲基金资产和负债之间的错位，以及当投资者在锁定期结束后想回收投资的麻烦。

11.10 锁定、门、侧袋

对冲基金一般关注它们在流动性金融资产上的投资策略，并且能够容易地根据市场报价或者通过与有可辨价格的相关资产比较来对这些资产定价。大多数的这类资产能够被定价并且快速出售来产生现金流，因此，对冲基金允许投资者在规定的时间间隔从基金账户中投资或者赎回资金，基金管理人每季度会根据管理资产额的公开市场估值获得业绩费用。然而，为了匹配每一个投资策略的资产和负债的到期时间，大多数对冲基金有限制投资资本在特定期间被赎回的能力。它们通过与投资者签订的投资协议中的“锁定”和“门”来实现这种能力。

锁定协议指投资者在投资的初期（一般是 1～2 年）不允许从基金账户中赎回资金。锁定期一般作为所采用投资策略的一项功能。有时候，锁定期会通过附加文件协议的形式为特定的投资者进行调整。然而，要根据同时投资于同一基金不同投资者的需求来确定不同的有效锁定期也可能变得很麻烦。并且，还可能导致“最受欢迎种类”的规定在其他投资协议中出现。

“门”是指在锁定期结束后，对投资者每季度或每半年赎回资金的数量限制。典型的“门”表示为计划赎回日能够被赎回的基金资本百分比，常见的是 10%～20%。“门”协议允许对冲基金增加对非流动性资产的投资而不必面对流动性风险。此外，“门”对那些不打算赎回资金的投资者是一种保护，因为如果赎回率太高，对冲基金只能以不利的价格出售资产，从而导致那些仍未退出的投资者投资收益的潜在减少。2008～2009 年，对冲基金收益很差，加上金融危机的担心，很多投资者试图赎回投资，导致对冲基金遭受巨大挫折和一些直接针对对冲基金“门”协议的诉讼（见专栏 11-4）。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 11-4 **"门"**

对冲基金的非流动性意味着，即使投资者意识到基金管理人遇到了麻烦，也需要好几个月才能收回他们的投资。"门"协议限制了投资者能够赎回投资的额度。对冲基金的管理人在市场不景气时通过"门"来限制赎回。例如，在2007年的次贷危机中，《纽约时报》专栏"交易评论"上的一篇文章描述了贝尔斯登的资产支持证券基金是如何暂停投资者赎回的。根据贝尔斯登的说法，"我们相信通过暂停赎回，能够确保投资者最好的长远利益……我们不认为在当前市场环境中出售资产是谨慎的或对投资者是有利的。"贝尔斯登对冲基金的管理人能够暂停投资者的赎回显示了"门"协议的威力。因为基金已经发生了严重亏损，假如没有"门"的限制，投资者会将基金账户中的资金转移出去。设置"门"使得对冲基金管理人对投资者基金账户拥有更大的控制权，因为能阻止投资者在不利的时间赎回资金。

资料来源：DealBook，"Third Bear Stearns Fund Skids on Mortgages." *New York Times* 1 Aug. 2007.

对冲基金有时使用"侧袋"账户来安置流动性相对较差或者很难定价的资产。一旦一种资产被安置到了侧袋账户中，新的投资者就不能够获得这种资产的收益。当投资者赎回投资时，他们仍然是侧袋中的资产的投资者，直到这种资产被出售或者通过诸如首次公开发行的套现事件而重新变成流动性资产。基金管理人一般基于侧袋资产的成本收取管理费，而不是资产的盯市价值。业绩费基于资产出售时实现的收益来收取。一般不存在强制侧袋资产在固定日期出售的规定。某些情况下，投资者会控告对冲基金，因为它们把本来需要在一年内出售的不良资产安置到了侧袋账户中以避免拉低基金的总体收益。投资者担心侧袋账户无法预期的非流动性风险，以及被安置在侧袋账户中的不良资产继续贬值导致更大损失的可能性。

对冲基金的管理人有时还会选择更严厉的赎回限制，比如暂停所有赎回权利（但是仅仅在最极端的环境中）。

11.11 与私募股权投资基金和共同基金的比较

对冲基金与私募股权投资基金在某些方面很相似。它们都是私募资产组合，基于基金的收益（"2和20"结构）支付高额的管理费和业绩费，都只受到有限的监管。然而，对冲基金一般投资于相对流动性的资产，购买公司少数股权、债券和其他资产（对许多投资同时做多和做空）。相反，私募股权投资基金一般购买整个公司，创造一个通常持有3~7年的低流动性投资。尽管在此期限过后，私募股权投资基金存在创造流动性的动机，因为投资退出的方式包括首次公开发行（仅有部分投资被出售）或者并购出售（对价可以是其他公司的股份，而不是现金），但那时候的流动性也无法保证。

与共同基金一样，对冲基金也是投资资产组合。然而，共同点也仅仅如此。共同基金必须每天对资产定价并提供日常流动性，相比之下，对冲基金则一般按季度向投资者披露资产价值且流动性受到前面提到的各种限制。在美国，对冲基金只限于从合格投资者处募集资金，共同基金则没有这种限制。在美国，共同基金受美国证券交易委员会严格监管，而对冲基金的监管则十分有

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

限，尽管这一现象正在改变（见第 14 章）。对冲基金的费用结构也有很大不同：共同基金通常收取比对冲基金低得多的管理费，而且不收取任何业绩费，而对冲基金则收取业绩费。共同基金一般不采取杠杆来进行投资，杠杆却是对冲基金的标志。最后一点，对冲基金参与更广泛的一系列交易策略，同时创造多头和空头，利用衍生品和许多其他复杂的金融产品来创造它们想要的风险暴露程度。而共同基金的投资灵活性要小很多。

最近，少数共同基金引进了基于业绩的费用，并且有些共同基金在追求更激进、更灵活的交易策略，目的是为了避免投资者流失到对冲基金去。

11.12 高水位线和最低收益率

高水位线涉及业绩费的支付。对冲基金的管理人一般只在基金的价值超过它过去达到的最高资产净值的时候才会收取业绩费。例如，如果一只基金以每股 100 美元的资产净值发行，而在第一年年末，资产净值变为 120 美元，假设业绩费比例为 20%，对冲基金将会收到每股 4 美元的业绩费。然而，如果第二年年末，资产净值降到了 115 美元，投资者将不需要支付业绩费。再如果，在第三年年末，资产净值为 130 美元，业绩费将为 2 美元，而不是 3 美元，因为高水位线的作用：(130 美元 − 120 美元) ×0.2。有时，如果高水位线被认为是无法达到的，对冲基金可能会选择清盘。第 15 章更详细地讨论了高水位线。此外，某些对冲基金与投资者达成了关于门槛收益率的协议。由此，基金只有在年收益超过基准利率时才会收取业绩费，基准利率一般为预定的固定比率，或者市场决定的利率，如伦敦银行间拆借利率或者国库券收益率。

11.13 公开发行

在欧洲，曼氏集团于 1994 年成为第一只首次公开发行（首次公开发行）的对冲基金。2007 年 2 月 9 日，堡垒投资集团，另类资产管理人，旗下包括对冲基金、私募股权投资和房地产投资业务，在美国以 18.50 美元的价格进行了首次公开发行，并且在第一个交易日股票以 31 美元的价格收盘，这个价格是上一年每股收益的 40 倍。这与高盛 11 倍的市盈率和共同基金美盛集团 24 倍的市盈率形成鲜明对比。堡垒投资集团的高市盈率促使美国其他对冲基金和私募股权投资基金开始考虑上市。2007 年 6 月，格里合伙人公司，一只大型欧洲对冲基金，在美国上市，募得 34 亿美元。奥奇 − 齐夫资本管理公司，美国最大的对冲基金之一，于 2007 年 12 月以 32 美元的价格首次公开发行股票。所有这些对冲基金的公开发行都是基金管理公司发行股票，这种发行是通过有限合伙企业来实现，这使得公众投资者对于公司的管理很少有话语权。Citadel 公司是美国第一只向美国证券交易委员会注册申请公开发行债券的对冲基金。2007 年 12 月，向机构投资者公开发行了 5 亿美元的债券。其他的对冲基金和私募股权投资基金（包括 KKR 和阿波罗）于 2007 ~ 2008 年考虑尝试美国市场的首次公开发行。但在见证了堡垒投资集团和奥奇 − 齐夫资本管理公司的股价在那些年随着市场不景气而急速下跌后（见图 11-11），它们中止了计划。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

堡垒投资集团（纽约证券交易所代码：FIG）与标准普尔500指数比较
2007年2月9日（首次公开发行日）至2008年12月31日



奥奇–齐夫资本管理公司（纽约证券交易所代码：OZM）与标准普尔500指数比较
2007年11月14日（首次公开发行日）至2008年12月31日

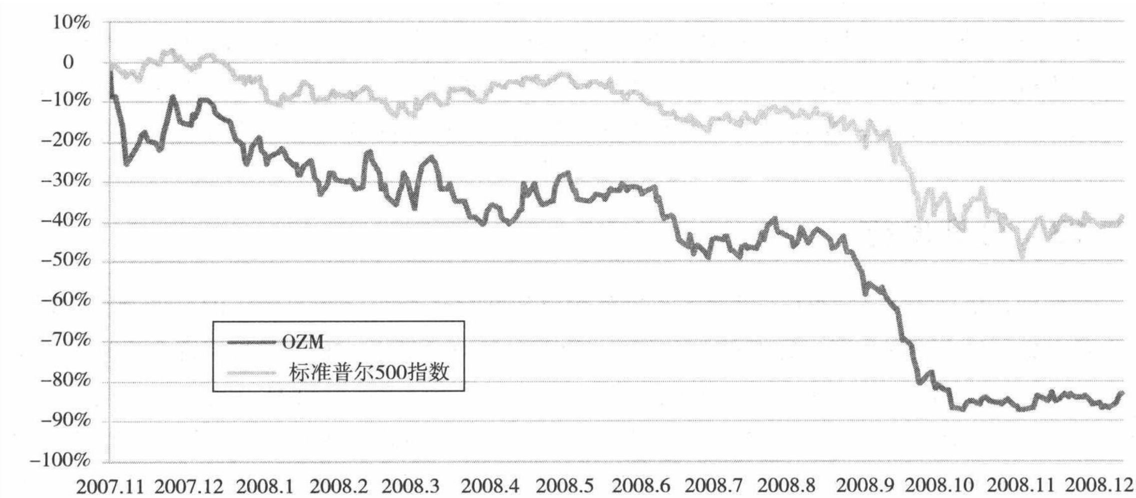


图 11-11 近期上市的对冲基金业绩不如整个市场

资料来源：Data provided by Commodity Systems Inc.

11.14 基金中的基金

基金中的基金也是一种投资基金，它投资于其他投资基金，而不是直接投资。对冲基金中的基金试图提供更多样化的对冲基金业的风险暴露和风险分散。基金中的基金一般收取管理资产额的 1% ~1.5% 的管理费以及 10% ~20% 的业绩费。因此，如果基金中的基金投资于收费结构为“2 和 20”的对冲基金的，投资者支付的总体管理费和业绩费可能会分别达到 3.25% 和 35%。对于某些投资者而言，这些费用相对于对冲基金的收益过高。但是，许多投资者因为没有足够的资

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

本或者不被美国证券交易委员会认定为合格投资者，因而不具备投资对冲基金的资格，但可以投资于基金中的基金。这是他们参与对冲基金投资的唯一途径。此外，因为许多基金中的基金投资于 10 只或更多的对冲基金，那些受可投资资产额度限制只能投资个数有限的基金的投资者，能够获得更多的多样化投资。

某些高净值个人和机构投资者之所以通过基金中的基金进行投资，是因为看重基金中的基金通过尽职调查淘汰差的对冲基金管理人的能力。然而，最近也存在许多不充分尽职调查的例子，由于对对冲基金操作和投资策略的不充分尽职调查，有些基金中的基金只能获得和对冲基金指数相当甚至更差的业绩。比如，当投资者被告知他们持有的高盛和曼氏集团的基金中的基金投资了艾玛拉斯对冲基金，大多数将会崩溃，因为这只对冲基金在 2006 年宣告破产。另外一个例子是麦道夫的庞式骗局：2008 年 12 月，一些基金中的基金承认，它们投资了伯纳德 · 麦道夫的基金，这可能会导致投资者数以十亿美元计的损失。即使麦道夫的基金并不被看作是对冲基金，但其他对冲基金还是会受到巨大的负面影响。基金中的基金差劲的尽职调查使得其调查过程受到更加严格的审查（见专栏 11-5）。

有些对冲基金欢迎基金中的基金的投资，因为这拓展了融资渠道，而且投资数量一般都很大。另外一些对冲基金则限制基金中的基金的投资，因为担心基金中的基金目光短浅，当业绩下降时会立即赎回投资。

基金中的基金行业被欧洲的机构所垄断，比如曼氏集团、瑞银、汇丰、法国兴业银行、瑞信和宝盛集团旗下的基金中的基金。在美国，博茂公司（美盛集团控股）和芝加哥格罗夫纳公司是行业中最大的两家，截至 2008 年年底，基金中的基金占对冲基金总投资额的 32%（见图 11-4）。请参见第 15 章对基金中的基金的进一步讨论。

专栏 11-5

为什么通过基金中的基金进行投资

- 投资多样化和投资机会
  - 相对于一般的直接投资，投资更多样化
  - 能投资于某些原本向投资者关闭的投资机会
- 增值的投资过程
  - 不同投资策略的基本知识
  - 行业关系网络有助于筛选基金管理人
  - 管理人在尽职调查和监控时的员工资源和专家
  - 组合结构问题的定量和定性认识
  - 需要持续关注的动态过程
- 运营效率
  - 合法的尽职调查和文件谈判
  - 综合账目、业绩和财务报表
  - 现金流管理

资料来源：Grosvenor Capital Management.

习题

1. 为什么对冲基金可以在管理费之外再收取业绩费（而大多数共同基金都不收取）？
2. 请描述“侧袋”是什么。
3. “对冲基金”这个名字源于什么？
4. 请解释什么是“保证金贷款”？
5. 为什么说，在经历了 2007～2008 年金融危机后，基于存活偏差来调整对冲基金收益率数据特别重要？
6. 参见图 11-9，对冲基金收益率与标准普尔 500 指数的收益率。尽管对冲基金在提供绝

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

对收益上并不总是成功，他们能够给投资者提供什么样的好处？

7. 对冲基金发展壮大的积极影响是什么？

8. 对冲基金发展壮大的未曾预见后果有哪些？

9. 请讨论资产/负债不匹配的危险。对冲基金为减轻这一问题所采取的策略是什么？

10. 你认为，为什么对冲基金有基金中的基金市场，而共同基金则没有？

11. 尽管对冲基金相较共同基金受到更少的监管，对冲基金行业受到的间接监管影响是什么？

12. 基金中的基金宣称的其三个关键优点是什么？你认为2008年基金中的基金实现了这些优点吗？为什么？

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 12 章　对冲基金投资策略

本章内容可与以下案例互作参考："凯马特、西尔斯和 ESL：从对冲基金到世界顶尖零售商之路"。

对冲基金的投资策略是动态变化的：发现特定的市场机会，并随之积极地调整所持投资组合的头寸（包括多头和空头），以保证投资多样化下的高绝对收益（通常通过杠杆提高收益）。相对而言，大多数的共同基金在争取创造达到（理想状况下是超过）市场总体水准的收益时，在调整投资组合头寸（通常不含杠杆）上则不是那么的积极。有的对冲基金旨在利用市场上的价格异常来赚取利润，例如两种相关联债券的价格偏差。有的对冲基金利用电脑模型识别出不同股票之间的价格异常。也有的对冲基金以宏观基本面的分析为基础，简单地根据市场行情的预期走势进行投资，而不做任何对冲。还有的对冲基金通过自下而上的分析与研究，甄选出具有投资潜力的股票和债券。总之，无论采取何种投资策略，对冲基金在交易上都要比共同基金更积极。因此，全球金融资产交易行为中对冲基金扮演了相当重要的角色。

对冲基金的投资策略主要有以下四类：套利策略、事件驱动策略、权益关联策略和宏观策略。前两类策略的目的通常是达到不受市场行情影响的稳定收益。采取这两类策略的基金管理人通过计算机建模和细致的研究分析，探寻相关联证券的价差异常之处，并积极利用衍生品对投资组合进行相应的调整。而后两类策略的收益率则会受到市场行情的影响，它们需要基金管理人在计算机建模和细致的研究分析后，对股票、债券、外汇、大宗商品的价格走势做出理性的预测。表 12-1 是对冲基金上述四类策略的总结。

表 12-1　对冲基金的四类主要投资策略

	子分类	描　述
套利策略	固定收益套利策略	投资于各种固定收益证券的多头和空头，利用固定收益证券市场的价格失衡获利
	可转换证券套利策略	买入可转换证券并通过卖空对应的普通股对冲权益风险
	相对价值套利策略	利用不同种类资产的相对价格失衡获利，具体例子有配对交易、股息套利、利率曲线交易等
事件驱动策略	困境证券策略	投资正处于困境中的公司（如破产、重组），或卖空预期会陷入困境的公司
	并购套利策略	通过构造目标公司股票多头和收购方公司股票空头的投资组合获利
	股东积极主义策略	通过争取董事会的话语权，影响公司的政策和战略方向
权益关联策略	权益多头/空头策略	主要投资于特定权益证券的多头，并通过卖空相似的股票进行对冲
	权益非对冲策略	又称为选股型策略，投资于特定权益证券的多头

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

	子分类	描 述
宏观策略	全球宏观策略	根据对股票市场、利率市场、外汇市场、大宗商品市场的价格走势的预测进行杠杆化投资
	新兴市场策略	资产配置主要为发展中国家或者“新兴国家”的公司证券和主权债务，倾向于持有多头头寸

资料来源：McKinsey Global Institute；Hedge Fund Research，Inc.；David Stowell.

对冲基金为了降低风险，其投资策略越来越多样化。例如，1990 年宏观策略基金的资产占对冲基金资产总额的 39%，2008 年这个数字下降到 20%。而同期，套利策略基金和事件驱动策略基金加起来所占的比重从 24% 增长到 48%（见图 12-1）。

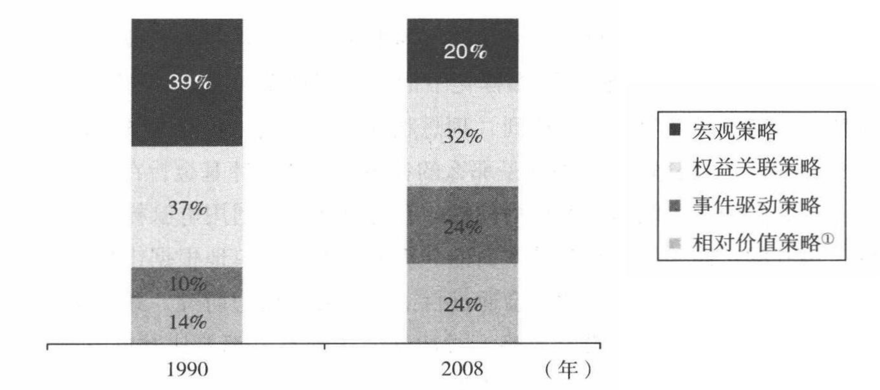


图 12-1 对冲基金投资策略的多样化趋势

① 对冲基金研究公司报告中的“相对价值策略”即本书中的“套利策略”。

资料来源：Hedge Fund Research，Inc.

12.1 权益关联策略

12.1.1 权益多头/空头

采取权益多头/空头策略的对冲基金管理人由单个公司的基本面分析入手，着重从公司所处行业、所在国家、竞争对手、宏观经济环境等几个角度研究其所面临的风险和收益。为降低波动性，基金管理人或是通过多样化投资，或是通过有选择的跨行业、跨地域投资来对冲单个公司不可分散的市场风险。不过最终的总体风险取决于该基金管理人究竟是把高收益放在第一位（投资较为集中化，杠杆率较高），还是将低风险放在第一位（投资较为多样化，杠杆率较低，采取对冲）。权益多头/空头策略的核心原理是将基本风险由市场风险转化为管理人风险，并利用技巧性的选股来产生阿尔法。为达到这个目的，基金管理人通常会同时买入和卖空相似的证券，意图在降低市场风险的同时利用证券之间的价格偏差获利。专栏 12-1 是权益多头/空头策略的概述。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

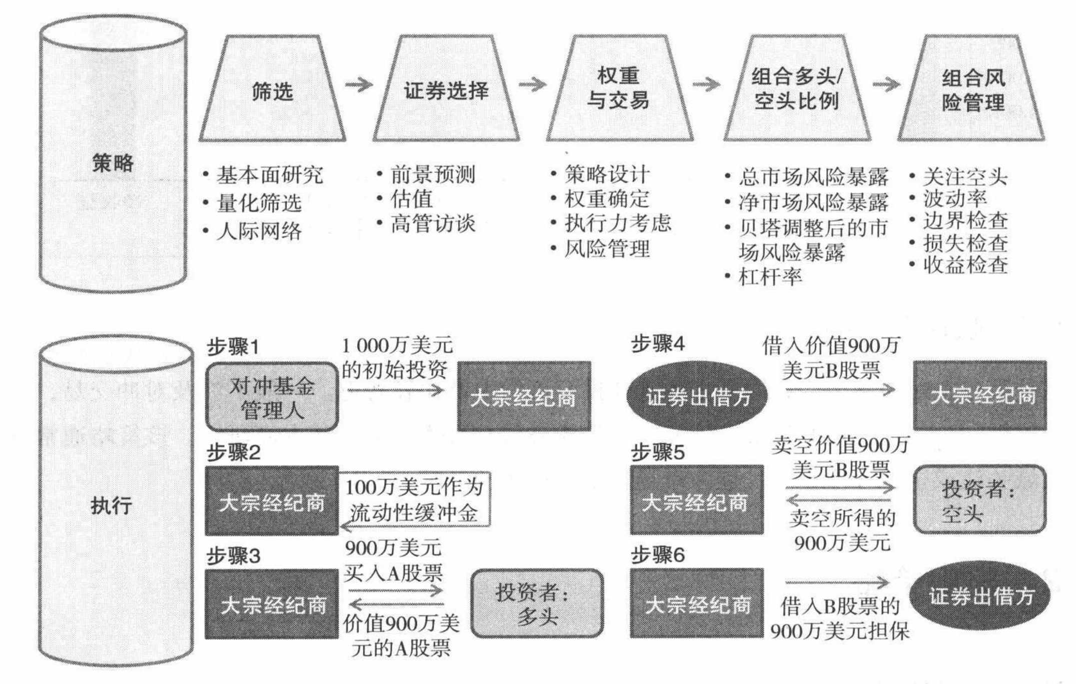
专栏 12-1

多头/空头策略概述

策略概要

- 定义：基金管理人同时买入和卖空相似的证券或者指数，在风险中性的前提下，利用两者之间的价格偏差获利。
- 例子：权益（买入摩根大通，卖空花旗集团）；利率曲线（买入 10 年期国债，卖空 2 年期国债）；担保债务凭证（买入权益档证券，卖空夹层档证券）；等等
- 方向：既可以是中性，也可以是净多头或是净空头
- 原理：将基本风险从市场风险转化为管理人风险，前提是技巧性的选股能够产生正的阿尔法值

权益多头/空头策略操作流程



多头/空头策略的收益来源与成本

收益来源

- 投资收益
  - 多头头寸的阿尔法和空头头寸的阿尔法之和
- 利息返还
  - 大宗经纪商卖空所得投资于短期证券
  - 利息返还 = 卖空所得现金的利息 − 大宗经纪商的借款人费用和成本
  - 返还值一般占卖空所得现金的利息的 75% ~90%

书最多 www.szd123.net

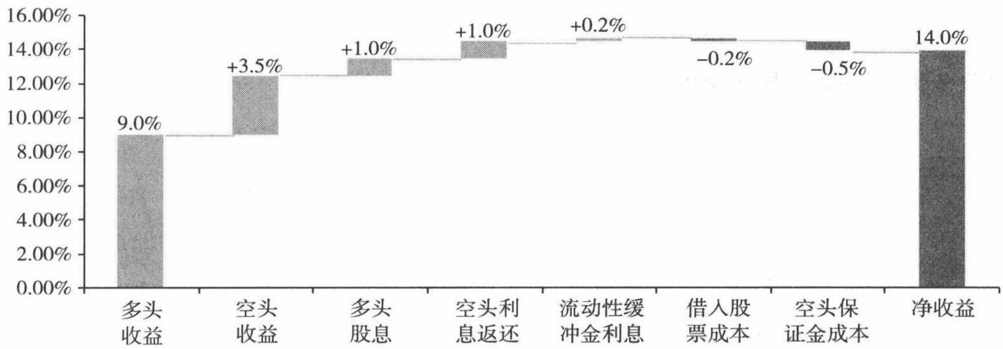
书最多 www.szd123.net

- 流动性缓冲金利息
  - 设置流动性缓冲金是为了预留出逐日盯市调整的支付和股票出借人的股息支付（由大宗经纪商安排）
  - 流动性缓冲金的短期利息

成本

- 借入股票的成本
- 空头的保证金成本
- 交易成本

收益项目



12.1.2　权益非对冲

这种策略在对冲基金、共同基金和其他投资机构中都比较普遍。一般不涉及对冲交易，只做多头，不做空头。这种选股型策略依赖于对具体公司、具体行业的基本面研究。该策略通常可以分为区域关注或全球关注，并且包含市场资本多样化的考虑。

12.2　宏观策略

12.2.1　全球宏观

采取全球宏观策略的对冲基金，根据对股票市场和债券市场、利率、外汇、大宗商品的价格走势预测进行杠杆化投资。该策略还会运用远期、期权、互换等金融衍生品，这些衍生品的标的资产包括：股票，债券，大宗商品，贷款，房地产，与股票和债券市场、汇率、利率紧密相关的指数，与通货膨胀相关的金融工具。采取宏观策略的基金会重点关注经济前景，并分析全球资金流向、利率趋势、时局变动、国际关系、国别情况、政治与经济政策以及其他的系统性问题。乔治·索罗斯是一名享有盛誉的全球宏观策略投资者。1992 年，他卖空了 100 多亿英镑，算准了英格兰银行既不愿意调高利率与欧洲其他国家一致，又不愿意采用浮动利率的心理。尽管英格兰银行想要鱼和熊掌兼得，但市场这只“无形的手”最终迫使它退出了欧洲汇率体系。索罗斯此番卖

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

空英镑的大胆之举为他赚了大概11亿美元。

12.2.2 新兴市场

采取新兴市场策略的对冲基金把大部分的资金投在发展中（新兴）国家的公司证券或主权债务上。新兴市场这个词是用来描述经济和社会快速增长、走向工业化的国家。通常投资者会因为额外的风险而要求更高的收益率。

12.3 套利策略

套利在以下三种情况下存在：①相同的资产在不同的市场中交易价格不同；②现金流完全相同的两种资产的交易价格不同；③远期价格确定的资产，当前的交易价格不等于远期价格按无风险利率折现后的现值。

12.3.1 固定收益套利

采取固定收益套利策略的对冲基金通过构造多种固定收益证券的多头/空头组合，利用固定收益证券市场的价格失衡获利。例如，历史上因为意大利债券期货市场流动性欠佳，外汇对冲后短期收益要低于流动性很高的美国国债市场的短期收益。然而，它们的长期收益是相差无几的。通过卖空相对较贵的美国国债并同时买入相对便宜的意大利债券期货，随着意大利债券期货和美国国债的到期收益率趋同，固定收益套利者最终从中获利。

另一个例子是30年期美国国债的新券和旧券，刚发行的30年期的美元国债（新券）与上个季度发行的29.75年期的美国国债（旧券）之间的流动性差距有时会造成这两种债券价格的微小差异，于是投资者便可买入便宜的旧券和卖空较贵的新券。考虑到这两种债券的价格在三个月之后趋同（都变成了旧券），该笔交易会给套利者带来利润。

12.3.2 可转换证券套利

可转换证券可以被视作附有权益看涨期权的固定收益证券，其持有人有权利但无义务把它转换成固定数量的普通股。在到期日或到期日之前，当股票的价值大于债券的现金赎回价值时，可转换证券的持有人就会执行转换权利。可转换证券因此兼具债务和权益的双重特征，从而可能出现风险和收益不对等的情况。在持有人未将债券转换成发行人的普通股前，发行人有义务支付给持有人固定的票面利息，如果转换权利最终未被执行，发行人还须支付债券的本金。可转换证券的价格受到市场利率、发行人的信用风险、发行人的股票价格及其波动性的影响。

可转换证券的价格影响因素主要来源于三个价值：投资价值、转换价值和期权价值。投资价值是指剥离了转换权利后债券的理论价值，它是可转换证券的保底价值，即在该债券不可转换的情况下的最低价格。转换价值是指债券能够转换成的股票的价值。举例来说，如果发行人的股票价格是每股30美元，并且每份债券可以转换成100份股票，那么债券的转换价值就是3 000美元。投资价值和转换价值可以被视为可转换证券的下限和上限。期权价值是指投资者能够将债券转换成股

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

票的权利的理论价值。在债券到期之前，可转换证券的价格介于投资价值和转换价值之间。

结合债券定价模型，可利用布莱克－斯科尔斯期权定价模型对可转换证券进行定价。不过，可转换证券的最优定价方法是修正的二叉树模型。第3章和第9章对可转换证券进行了详细的介绍，并对可转换优先股和强制可转换证券进行了探讨。

可转换证券套利策略是指同时买入可转换证券和卖空（即卖掉借入的）该债券所对应的股票，是一种市场中性投资策略。采取这种策略的投资者计划利用可转换证券定价的相对不合理之处来赚取利润，而“相对不合理”是就可转换证券发行人的股票看涨期权而言的。此外，若投资者能够通过动态对冲交易的方法合理地调整所持的头寸，其收益将会十分可观，因为除了定价的相对不合理带来的利润外，投资者还将拥有一笔额外的现金流。动态对冲交易的方法，指的是根据可转换证券的得尔塔值和伽马值来决定卖空的股票数量，在本书中用卖空股票数占债券可转换成的股票数的百分比表示。其中得尔塔值是指股票价格每变化一个单位可转换证券价格随之变化的数值，伽马值是指股票价格每变化一个单位得尔塔随之变化的数值。在可转换证券持有期内，为了保持市场中性，空头头寸的大小必须随着股票价格的变化随时进行调整。而这一调整空头头寸的过程就是得尔塔对冲。

如果对冲交易的操作恰当，那么当可转换证券的发行人的普通股股价下跌时，股票空头头寸带来的收益总会超过持有可转换证券的损失；同样，当发行人的股票价格上升，持有可转换证券的收益总会超过股票空头头寸的损失。

除了得尔塔对冲交易带来的收益，套利者还将获得可转换证券的票面利息以及卖空股票所得现金的利息，然而这些收益要用来支付股票出借方的应得股息——即假设股票出借方没有借出股票能够收到的股息，此外还要用来支付大宗经纪商的佣金。如果投资者选择使用杠杆融资，向大宗经纪商借款，那么还必须支付这笔借款的利息。最后，如果投资者打算对冲可转换证券发行人的信用风险或者利率风险，最终收益还要扣除掉信用违约互换和卖空国债的相关费用。专栏12-2更加深入地探讨了可转换证券套利策略。

该策略的理念的前提是不受到可转换证券发行人股票风险的影响，其收益表现能够超过到期日相同的普通债券。大多数可转换证券套利的投资者预期能达到两位数甚至更高的收益率。

专栏12-2

可转换证券套利策略的操作流程

可转换证券套利者在买入被低估的可转换证券同时卖空它所能转换成的普通股股票，且卖空股票的数目由该债券的转换比率（即每份债券可以转换成多少股股票）和得尔塔值来决定。得尔塔值指的是可转换证券对应的股票的价格每变动一个单位，该债券价格随之变动的数值，它表示债券价格对股价微小变动的敏感程度。套利者的目标是，无论股票价格如何变化，最终都能实现可观的收益率。为达到这一目标，除直接购买理论上被低估的可转换证券外，投资者还将进行许多与可转换证券相关的交易赚取现金流。很多可转换证券的发行价格要低于理论价格，因为它们的定价通常假设债券有效期内的股价波动率要低于实际的波动率。关于可转换证券套利策略的收益概括如下。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

1. 对冲交易收益

套利者的目标是在可转换证券各种风险都被对冲的前提下实现收益。可转换证券对冲交易的收益来源如下：票面利息 + 卖空所得现金的利息 - 股票股息 - 股票借入成本。如果套利者使用杠杆交易，获得的收益会成倍地增加（2～3倍较为常见），但为对冲利率风险和信用风险的成本会减少收益。以下是关于收益来源情况的一个例子，图12-2的数据便是来自这个例子。

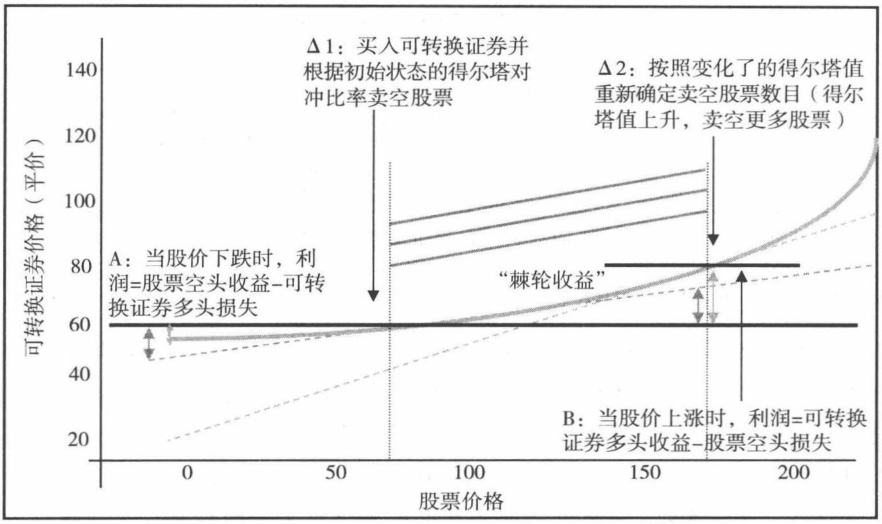


图12-2 波动收益

假设可转换证券的票面价值为1 000美元，转换比率为21.203 7，此时发行人股价为41.54美元，股息收益率为1%，空头头寸为转换价值的53%（该头寸可取得2%的现金利息），卖空交易的股票借入成本为0.25%。那么，一年期的得尔塔对冲的可转换证券套利策略的总收益便为28.50美元，相当于1 000美元可转换证券的2.9%。

票面利息	票面面值×票面利率=1 000×2.5%	=25 美元
+ 卖空所得现金的利息	卖空股票价值×现金利率=466.83①×2%	=9.34 美元
- 股票股息	卖空股票价值×股息收益率=466.83①×1%	=（4.67 美元）
- 股票借入成本	卖空股票价值×成本率=466.83①×0.25%	=（1.17 美元）
合计		=28.50 美元

① 上述金额为1 000美元的可转换证券可转换成21.203 7股股票（转换比率），所以转换价值为41.54×21.2037=880.80（美元），加上卖空交易的百分比为53%，故卖空的股票的价值等于880.80×53%=466.83（美元）。

2. 波动收益

因为可转换证券价格与它所对应股票价格之间的关系是非线性的，利用可转换证券和股票构造得尔塔中性头寸的过程会产生额外的收益。图12-2解释了这一状况，其中实线表示可转换证券的多头头寸，虚线表示得尔塔中性的组合头寸，头寸的初始位置在1点，当股票价格下降（A点），股票空头的收益将会大于可转换证券多头的收益；反过来，如果股票价格上升，可转换证券多头的收益将会大于股票空头的损失（B点）。图12-3是上述情形的分析过程。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

	可转换证券套利策略基金	
股票价格=41.54美元 得尔塔=53% 转换比率=21.203 7股 可转换证券价格= 面值的101.375%	初始情形	可转换证券的价格：面值的101.375%=1 013.75（美元） 卖空股票的数量：21.203 7×53%=11.24（股） 空头价值：11.24（股）×41.54（股价）=466.82（美元） 净现金支出：546.93美元
	上涨5%	股票现价=43.617美元 空头头寸损失=466.82-（11.24×43.617）=23.34（美元） 可转换证券头寸收益=（1 038.07①-1 013.75）=24.32（美元） 净收益=24.32-23.34=0.98（美元） 新对冲头寸得尔塔=58.11%
	下跌5%	股票现价=39.463美元 空头头寸收益=466.82-（11.24×39.463）=23.34（美元） 可转换证券头寸损失=（1 038.07-991.78②）=21.97美元 净收益=23.34-21.97=1.37美元 新对冲头寸得尔塔=46.75%

图 12-3 可转换证券套利交易

注：计算结果未四舍五入。

①② 可转换证券的价格随股价是根据定价模型计算得来的。

在该例中，可转换证券的面值为 1 000 美元，交易价格为面值的 101.35%，得尔塔值为 53%，每份债券可以转换为 21.203 7 股股票。图 12-3 描述了“波动收益”产生的过程，或者说，随着股价变动调整对冲头寸的大小并获得利润的过程。根据上文中的数字，购买可转换证券需花费 1 013.5 美元，减去卖空股票收到的 466.83 美元，那么初始净现金支出为 546.93 美元。假设股票价格上涨了 5%，因为可转换证券价格变化非线性的特征，可转换证券头寸的升值金额要大于空头头寸的亏损金额，由此产生了 0.98 美元的波动收益，而且因为此时得尔塔值增大了，投资者为继续保持头寸的得尔塔中性需要卖空更多的股票。反之，如果股票的价格下跌 5%，可转换证券头寸的亏损金额将会低于空头头寸的升值金额，由此产生了 1.37 美元的波动收益。因为这时得尔塔值变小了，投资者为继续保持得尔塔中性就必须买入股票来冲减空头头寸。在上述设定中，股票每变化 5% 所带来的平均年收益为（1.37 + 0.98）/2 = 1.17（美元）。假设波动率为每月 5%，那么年收入就为 12 × 1.17 = 141.157（美元），这相当于利率为 1.4% 的面值 1 000 美元的可转换证券的收益。该分析中没有考虑到交易费用的问题，因此计算出的利润水平偏高。

作为可转换证券套利交易策略的一个对比，图 12-4 是未做对冲的可转换证券多头的收益情况。股价上涨 5% 时，可转换证券套利交易策略的收益为 0.98 美元，而未做对冲的可转换证券的多头收益是 24.32 美元；股价下跌 5% 时，可转换证券套利交易策略的收益是 1.37 美元，而未做对冲的多头将遭受 21.97 美元的损失。

3. 买入低估的可转换证券

购买从波动率的角度而言被低估的可转换证券，是额外收益的一项潜在的重要来源。如果债券确实被低估，并且在得尔塔对冲的作用下可转换证券套利头寸的风险得到了恰当的控制，那么随着时间的推移，投资者将获得低估债券的升值收益。如果持有期内可转换证券的波动率升高，该收益也会随之增加，但如果波动率下降，原先的潜在收益可能就会变成潜在损失。假设上文中可转换证券的成交价格是其理论价格的 2%，就可以得出本项收益的金额为 20 美元（面值的 2%）。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

		多头策略的基金
股票价格=41.54美元 得尔塔=53% 转换比率=21.2037股 可转换证券价格=面值的101.375%倍	**初始情形**	可转换证券的价格：面值的101.375%=1 013.75美元 净现金支出：1 013.75美元
	上涨5%	股票现价=43.617美元 可转换证券头寸收益=（1 038.07①−1 013.75）=24.32美元 票面利息（年）=2.50美元 净收益=26.82美元
	下跌5%	股票现价=39.463美元 可转换证券头寸损失=（1 013.75−991.78②）=21.97美元 票面利息（年）=2.50美元 净损失=19.47美元

图 12-4　可转换证券多头交易（1 年期）

注：计算结果未四舍五入。

①② 可转换证券的价格随股价是根据定价模型计算得来的。

4. 小结

在上述假设的例子中，可转换证券套利策略的年收益可分成以下几项：对冲交易收益，2.9%；波动收益，1.4%；买入低估的可转换证券的收益（2%，假设持有时间刚好是 1 年）。最终得到的总收益为 6.3%。

如果一半面值的金额是用利率为 2% 的 500 美元借款支付的，最后得到的年度收益就是 10.6%。其中，1 000 ×6.3% =63（美元），63 − 10（利息支出） =53（美元），53/500 = 10.6%。

资料来源：Basile，Davide. “Convertible bonds：Convertible arbitrage logn-only strategies.” *Morgan Stanley Investment Management Joural*，Issue 1，Volume 2，2006.

12.3.3　相对价值套利

相对价值套利利用不同类别的资产之间的相对价格失衡获利。其中一个例子就是配对交易。配对交易涉及两家处于相同行业的公司，这两家公司要么是竞争者，要么是合作伙伴，所以它们的日股价变动在历史上具有强烈的正相关性。而一旦上述相关关系失衡（一家股价上升而另一家下跌），配对交易策略的投资者们就会卖空走高股票并同时买入走低股票，并断定两者之间的价差会最终消失。如果两者的价格最终确实趋向一致，收益会非常可观。当然，如果两者的价格一反历史常态呈现出背离的情形，该交易将会蒙受损失。

另一个相对价值套利的例子是在纽约证券交易所与芝加哥商品交易所之间套利。股票在纽约证券交易所的价格与在芝加哥商品交易所的期货价格有着极强的正相关性。一旦股票价格和它的期货价格出现预期外的偏差，高度信息化的交易员通过快速运转的计算机便会立即捕捉到该偏差并下达交易指令：如果股票价格相对期货价格偏高，交易指令是卖空股票和买入期货；如果期货价格相对股票价格偏高，交易指令是买入股票和卖空期货。在上述股票和期货的例子中，两者的价格基本上都会趋向一致并产生利润。该利润本来就可能很少（并且机会稍纵即逝），再加上许多其他的交易员和电脑均能发现同一偏差并迅速构造套利组合，为了让套利策略获利，交易员和电脑必须在发现微小的价格差异时迅速大量地构建股票和期货合约的多头空头组合，这样才能获得足够多的利润。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

12.4 事件驱动策略

事件驱动策略关注重大的交易事件，如并购交易、破产重组、资本重组或是其他可能出现价格失衡的特定事件，图 12-5 概括了能够触发基金管理人产生投资意愿的事件类型。

战略（刚性驱动因子）	运营
风险套利 战略选择审查 分立/解散意向 股东积极主义/代理权竞争 控股公司折扣/预约购股交易 收购要约	并购/协同效应 重组项目/公司重振 高管变更
财务	**法律与监管**
流动性事件/信用评级调整 资本重组 初始权益和债务发行 破产重组 会计变化/事项	诉讼 监管 法律
	技术
	失败的风险套利情形 再次权益及权益相关发行

图 12-5 事件驱动策略的投资机会：驱动因子和事件

资料来源：Highbridge Capital Management，LLC.

12.4.1 股东积极主义

股东积极主义策略的股东买入公司的少数权益或权益衍生品后，对高管和董事会施加影响，让他们采纳有利于提高股东价值的重要提议。这类股东常常会鼓动其他的主流投资者来支持其意见，有时还会通过代理权征集来改变管理层的人事架构。他们建议的措施一般包括削减生产成本、降低现金余额、扩大股份回购规模、提高股息发放比率以及增加债务等。第 13 章更为详尽地解释了股东积极主义策略的股东行为及其公司施加的影响。

12.4.2 并购套利

并购套利策略又称为风险套利策略，是指在并购意向公告后，利用收购方公司报价与目标公司股价之间的差异获利。专栏 12-3 概括了换股并购套利的基本策略。

专栏 12-3　　并购套利策略

- 并购套利策略的投资理念是坚信已公告的并购交易最终会顺利完成。
- 当一家公司（收购方公司）公告对另一家公司（目标公司）的并购意向时，公告日到交易结束日的一段时间内：
  - 目标公司的股价会上涨并逐渐向收购要约中的报价靠近，但总是略低于报价。
- 目标公司的股价和收购方公司报价之间的差异即为“套利价差”，对应交易失败的可能性。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

- 套利者会：
  - 买入目标公司的股份
  - 卖空收购方公司的股份（支付对价为股票的情况下）
- 如果交易以收购方公司的报价成交，那么套利者将会获得套利价差以及目标公司股息。

如果收购方公司同意用股票来支付对价（即上述的换股并购），套利者将买入目标公司的股票，同时卖空收购方公司的股票。如果并购能够完成，目标公司的股票将会按照公告中承诺的比率换成收购方公司的股票（除非存在下文所说的双限期权）。而在收到由目标公司股票换来的收购方公司股票时，套利者就可以用这些股票来偿还给股票出借方（平仓）。

有时，在换股并购交易中，双方会签订双限期权，根据这些协议，收购方公司在交易结束时交付股票的数量将取决于公告日到结束日这段时间内收购方公司的股价是否上升或降低，以及上升或降低了多少。双限期权使并购交易变得更为复杂，且其复杂程度视该期权的结构而定。有时对价还包括优先股、认股权证等证券，使并购套利的操作更具挑战性。

支付对价为现金意味着收购方公司用确定金额的现金买入目标公司的股份。在并购交易结束（可能需要数月甚至更久）之前，因为存在着交易失败的可能性，目标公司的股价一般要低于收购报价。因此，相信交易会成功的套利者们，只需在收购要约公告后，买入目标公司的股票并在交易结束时将其卖掉，就能赚取目标公司股价和收购方公司报价之间的差价。

专栏 12-4 概括了换股并购套利交易的投资增值和贬值情况，专栏 12-5 比较了现金并购套利与换股并购套利的不同。图 12-6 描述了成功和失败并购套利中的并购套利价差。专栏 12-6 则概括了现金并购套利的预期收益情况。

专栏 12-4　　换股并购套利

投资增值：交易成功	投资贬值：交易失败
• 套利者将获得： ○ 套利价差（公告后收购报价和目标公司股价之间的差额） ○ 目标公司股票的股息 ○ 卖空收购方公司股票所得现金的利息 • 更高的报价会导致套利价差的扩大，而这很可能是其他公司参与收购竞价所致	• 目标公司的股价将会跌回至公告日前的水平，甚至更低 • 收购方公司的股价可能会上升，空头头寸因此受到损失

在大部分案例中，交易失败时套利者所受的损失要远远超过交易成功时套利者所获的收益

专栏 12-5　　现金并购套利和换股并购套利的比较

现金并购套利

- 套利者仅需买入目标公司的股票
  - 目标公司股价低于收购报价
  - 套利者持有目标公司股票，等到并购交易完成时收到目标公司支付的现金

换股并购套利

- 同现金收购一样，套利者将会买入目标公司的股票，但同时还会卖空收购方公

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

司的股票

- ○ 卖空股票的数目取决于公告的交易比率
  - 例如公告的交易比率为1:2（1股收购方公司股票换2股目标公司股票）
  - 套利者买入1000股目标公司股票的同时就会卖空500股收购方公司股票
- ○ 套利者持有目标公司股票到并购交易完成，并用换来的收购方公司股票平仓

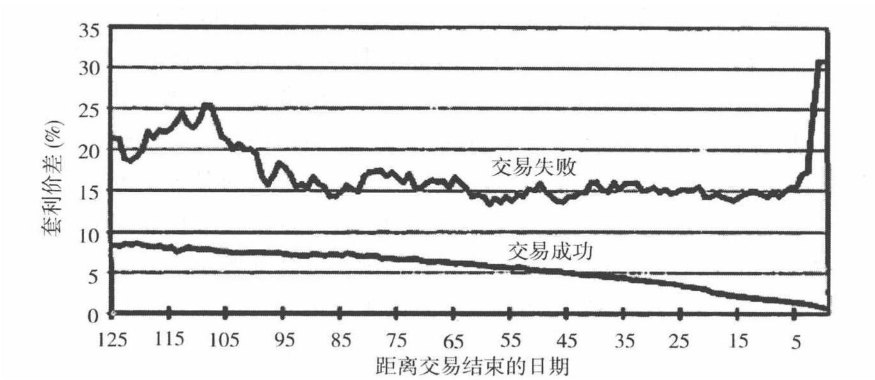


图 12-6 平均套利价差

图12-6描绘的是套利价差在交易结束之前的变化状况，其中套利价差的算法是：收购报价减去目标公司的股价，所得的差再除以目标公司的股价。对于失败的交易而言，交易结束日期指的是宣告并购取消的日期，而对于成功的交易来说，交易结束的日期就是并购完成的日期。

资料来源：Mitchell，Mark L. and Todd C Pulvino. "Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage." *Journal of Finance* 56：2135-2176.

专栏 12-6 现金并购套利的预期收益

预期收益率 = $[C \times G - L(100\% - C)]/Y \times P$

式中，

C——交易成功的预期概率

G——交易成功时的预期收益（通常为报价－现价）

L——交易失败时的期望损失（现价－原价）

Y——持有股票的预期年数（通常会持有到并购交易结束）

P——股票现价

示例

A公司计划用每股25美元的报价收购B公司的股票，而B公司股票的市场价格为15美元，预计交易会在3个月后结束，B公司的股价迅速上涨到24美元。

$C = 96\%$

$G = 1.00$ 美元

$L = 9.00$ 美元（24－15）

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

预期收益费 $= [0.96 \times 1 - 9 \times (100\% - 96\%)]/(25\% \times 24) = 10\%$

$Y = 25\%$ （3/12 月）

$P = 24$ 美元

12.4.3 困境证券

困境证券投资策略的目标是正处于或预计将步入破产重组等困境的公司。因此，困境证券是指那些即将步入、正在处于或即将走出破产重组或财务困境的公司的股票、债券或者金融索取权。当公司即将步入财务困境时，比起继续持有公司证券，投资者宁可卖掉证券（而且买家会很少），因此这些证券的价格就会下跌。而当公司即将脱离财务困境，证券价格可能会上涨。由于市场还无法对困境证券准确定价，而且大部分投资者被禁止投资于此类证券，这些证券往往能够以远低于风险调整后价值的价格买入（见表12-2）。

表12-2 困境证券收益

利用公司债权人没有的知识、灵便以及耐心获利

债券	许多投资机构，如养老金，碍于其规章制度，无法直接购买投资级以下（Ba1/BB+或者更低）的证券
银行贷款	银行通常倾向于卖掉所持的不良贷款，以便让资金解套用于其他投资
贸易债权	贸易债权人通常是生产商或者服务商，一般不具备资产评估的专业素养，一旦公司申请破产保护，他们收回债务的可能性将会非常低

如图12-7和专栏12-7所示，投资者可以买入并持有即将步入重组过程的公司的证券，直到该过程结束，证券价格上涨。专栏12-8介绍投资者买入正处于破产过程的公司的证券。另外，投资者还可以利用同一公司发行的不同优先级证券之间的价差来获利。当公司陷入困境时，具有较高优先级的证券相对于较低优先级的证券的价值将会增加，这意味着投资者应该买入优先级高的证券并卖空优先级低的证券。困境证券策略的成功实施一般取决于和其他投资人及债权人谈判的状况，以及破产法院法官和受托人的决定。

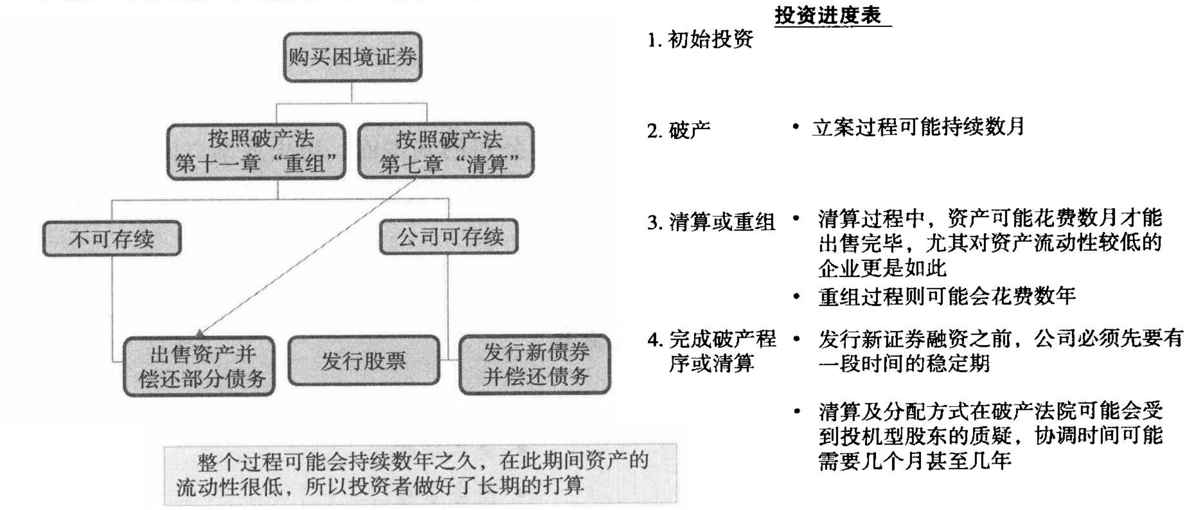


图12-7 重组过程

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 12-7 关于即将步入破产的公司的策略

买入折扣债券和（或）卖空股票

期望收益

- 公司申请破产之前收到的利息 + 资产清算价值 > 交易价格；
- 股票价值将为零。

可能出现的问题

- 清算价值低于预期；
- 债务增多，资产所负担的索取权随之增多；
- 变现的时间被延迟。

挑战

- 分析哪个级别的债权能够获得足够的清偿；
- 熟悉破产法和破产程序；
- 比较所获清偿与交易价格，其中要考虑货币的时间价值以及资产质量恶化造成的影响。

专栏 12-8 关于处于破产过程中的公司的策略

买入向债权人发行的股票，或者买入次级债权证券以期在重组过程中能被换成股票。

预期

- 分析能力不足以及缺乏耐心的债权人的抛售行为，导致股票价值被低估；
- 公司摆脱破产程序，股票价格将上涨。

问题

- 公司被清算，股票价值将归零；
- 公司再次步入破产法第十一章下的破产程序（“第二十二章”），股票价值将归零。

挑战

- 难以判断公司的核心业务是否有价值，是否能够起死回生。

成功的困境证券策略投资者会在投资过程中关注公司的基本面、历史业绩、困境产生原因、资本结构、债务条款、法律问题、交易执行、债权性质以及资本结构中负债的状况（见专栏 12-9）。

专栏 12-9 投资流程

分析

- 基本面分析/量化分析
- 历史业绩/困境产生的原因
- 资本结构
- 债务条款

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

- 法律问题
  - 破产程序
  - 税务问题
  - 公开文件
  - 次级债权人的权利
  - 衍生品是否被执行
- 交易执行
  - 了解市场交易动态
  - 利用风险套利模型分析证券价格的相对变化
  - 分析流动性以预测平仓的日期
  - 考虑破产程序中可能出现的权力纷争
  - 多情境估值模型
- 债权性质以及资本结构中负债的状况
  - 索取权规模
  - 债权相对优先级
  - 债权的组成
  - 抵押权
  - 担保
  - 股东协议
  - 或有负债
  - 内在价值

困境证券的投资策略可以分为积极型和消极型。积极型投资者会加入债权人委员会并亲自过问大小事务，以影响重组和再融资的进程，并由此确保债务重组过程的公平公正和投资的保值增值。积极型投资者在债务重组过程的各项法律事务中都很活跃，而且会努力使公司重组朝着对自己最有利的方向进展。相反，消极型投资者则相对不活跃，偏好比较简单且不费时的投资机会（见表 12-3）。

表 12-3 积极型投资与消极性投资

积极型		消极型
控股	非控股	
• 需要掌握 1/3 的权利，取得控制权则要掌握 1/2 的权利，可能需要联合其他投资者 • 耗神费力，属于私募股权投资形式，且受到诸多制约 • 退出：2～3 年 • 关注中小市值企业 • 机会：整体信用环境	• 有担保或无担保的优先级债权 • 影响重组进程，有时会受到制约 • 退出：1～2 年 • 关注中小市值企业 • 机会：整体信用环境	• 投资被低估的困境证券 • 交易方向：多头、空头、资本套利 • 退出：6～12 个月 • 关注大型企业 • 机会：市场的周期性

困境证券投资的一个案例是大型服装零售商巴尼斯破产案，见专栏 12-10。另外此类案例，参见案例："凯马特、西尔斯和 ESL：从对冲基金到世界顶尖零售商之路"。专栏 12-11 概括了投资的风险与机遇。

专栏 12-10 巴尼斯破产案

- 1996 年，巴尼斯因无力支付店面租金，根据破产法第十一章申请破产保护时，很多时装设计公司决定卖掉所持的贸易债权，以收回部分资金。
- 两家对冲基金，海湾基金和夜鹰联合基金，共用 2.4 亿美元从二级市场中收购了折价出售的全部欠款账单。海湾基金购买的折扣是 30%，夜鹰联合基金是

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

50%，随后，它们拒绝了所有对巴尼斯感兴趣的零售企业的竞购：
  - 1997年，萨克斯第五大道精品百货店开价2.9亿美元。
  - 1997年，迪生集团开价2.8亿美元，迪生集团是中国香港的企业，英国哈维·尼克斯时尚百货店是其旗下公司迪生的产业。
  - 1998年，机场免税店连锁店DFS集团提出约2.8亿美元的报价。
- 1999年1月，破产法院将控股权移交给债权人，海湾基金和夜鹰联合基金成为最大的股东，总共拥有85%以上的股份。
  - 整个破产过程花费了3年之久，而且因为与伊势丹（一家日本的百货公司，曾为巴尼斯的扩张提供6亿美元）的合伙关系而变得十分复杂。
  - 伊势丹获得了7%的股份，并享有许多特权。
  - 其他股东是公司总裁和CEO（6%），普雷斯曼（创始人）家族（2%）。
- 2004年12月，巴尼斯以4.01亿美元的价格卖给了琼斯服饰集团。

专栏12-11　　风险与机遇

下行风险
- 较高的公司/行业风险
- 错误估计公司清算价值
- 择时交易带来的损失/短期损失
- 公司欺诈和虚报行为
- 债务转换成毫无价值的股票
- 重组过程长于预期
- 证券难以变现
- 破产法院的干扰犹如“达摩克利斯之剑”
- 竞争加剧
- 管理层寻求低价退出策略（当他们持有低执行价格的期权时）

机遇
- 有能力影响分配过程、新股发行和新公司未来发展
- 强制出售带来的折价
- 很多公司的困境并不为华尔街所知
- 可以根据交易的特征调整风格且不受评级机构的制约
- 更换管理层/实施成本控制

12.5 小结

对冲基金投资策略的目标是提高收益水平、降低收益波动性，即使在市场低迷的情况下仍然具有正收益率。有时它们成功地做到了上述几点，有时没有做到。本章介绍了市场中最为常见的一些投资策略，当然还存在很多其他策略。本章所述策略中，很多涉及了卖空交易、套利技术、金融衍生品的应用以及公司重大事件的参与，并且采用了由大宗经纪商或投资银行的交易授信平台提供的精心设计的交易方式和金融工具。

另外，为了帮助读者更好地理解某些策略，专栏12-12～专栏12-15提供了并购套利、配对交易、困境证券投资、全球宏观策略的简单示例。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

专栏 12-12　　**并购套利**

原理

- 零件制造公司（WMI）提出要收购沙发制造公司（SMI），开价为每2股WMI股票换1股SMI股票。该要约公布之前，WMI的股价为每股52美元，SMI为每股74美元（所以合约价的溢价为SMI股价乘以40%）。
- WMI和SMI股票均不支付股息。
- 我们预计SMI的股东将通过表决，并且交易会在未来2~3个月完成。
- 公告发布后，WMI的股价变为每股50美元，SMI股价为每股95美元。

交易

- 以每股95美元的价格买入100股SMI股票。
- 以每股50美元的价格卖空200股WMI股票。

预期结果

- 交易结束时用SMI股票换来的WMI股票平仓，这样每股SMI股票在过去的3个月中带来的利润为5美元。

　　例如，假设结束时WMI股价上升到每股60美元，SMI上升到每股120美元，那么未来并不会发生额外的现金流，且交易结束时每股SMI股票获得5美元的净收益。

　　例如，假设结束时WMI股价下跌到每股45美元，SMI股价为每股90美元，未来仍不会产生额外现金流，每股SMI股票仍将获得5美元的净收益。

升值机遇

- 如果有竞争者也想要收购SMI，我们可能会发现SMI的股价上升（而且考虑到要参与竞价，WMI股价很可能会进一步下降）。

　　例如，假设零件工厂（WF）加入竞争，并提出以每股120美元的价格收购SMI的股票，于是SMI的股价随之涨到每股118美元（或许会因为WMI的竞价变得更高），并且WMI的股价停留在每股50美元，那么在平仓时，每股SMI股票就会有23美元的利润，交易的最终收益为2 300美元。

下行风险

- 如果交易最终失败，那么SMI和WMI的股价将会恢复到原来的水平，这意味着巨额的损失。

　　例如，假设交易最终被监管者喊停，SMI股价跌回到每股74美元，而WMI恢复到每股52美元，上述情况下，每股SMI股票损失21美元，每股WMI股票损失2美元，共损失2 500美元。

对冲措施

- 如果我们对并购交易的前景抱有疑虑，为了降低下行风险，很可能会提前平仓或者购买期权。

　　例如，如果WMI的股价保持在每股50美元而SMI的股价上涨至每股98美元，我们可能会考虑提前平仓，而不是等到交易完成。

　　例如，如果WMI的股价保持在每股50美元而SMI的股价上涨至每股98美元，我们可能会用所得的钱购买执行价格为95美元的SMI股票看跌期权，从而减少在交易失败情况下的损失。如果期权的价格是1美元，那么在交易最终完成的状况下，每股SMI股票能获得4美元的利润。如果交易没有完成，假设SMI的股价跌回每股74美元，SMI股价跌回每股52美元，那么每股WMI

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

股票将会带来2美元的损失，而因为期权的作用，SMI股票头寸无损失。最终，总损失为500美元（远小于上文中的2 500美元的损失）。

专栏12-13 配对交易

原理

- 零件制造公司（WMI）发明了一种新的产品，我们相信这种产品比其竞争对手零件工厂（WF）的产品更具有吸引力。
- 我们预期WMI将会分流WF的部分市场份额。
- WMI和WF的股票均不支付股息。

交易

- 以每股52美元的价格购买100股WMI股票。
- 以每股45美元的价格卖空100股WF股票。

预期结果

- 我们预期WMI股票和WF股票之间的价差会扩大。
- 例如，假如我们认为一年内WMI股价将上涨到每股65美元，WF上涨到每股50美元，那么我们预期每股WMI股票盈利13美元，每股WF股票损失5美元，净利润为800美元（700美元的投资，1 500美元的收益）。
- 例如，假设WMI股票下跌到每股40美元，WF公司下跌到每股30美元，那么每股WMI股票损失12美元，每股WF股票盈利15美元，净利润为300美元（700美元投资，1 000美元收益）。

升值机遇

交易中升值的机遇来源于价差的进一步扩大，这可能会比预期的要大。

下行风险

- 如果关于产品受到市场欢迎的判断是错误的（类似“可口可乐新口味”），两者的价差将会缩小，WF的股价甚至可能会超过WMI。
- 例如，WMI的股价上升至55美元，WF上升至54美元，那么每股WMI股票盈利3美元，每股WF股票损失9美元，共损失为600美元，此外还失去了700美元的初始投资。

对冲措施

- 如果我们对新产品的前景抱有疑虑，我们会考虑提前平仓或者购买期权来降低风险。
- 例如，我们可能会考虑买入WMI股票的看跌期权和卖空它的看涨期权，同时卖空WF股票的看跌期权和买入它的看涨期权。当然这项决定会令升值的空间缩水，但是也会降低贬值的压力，因为这些期权头寸能够锁定价差的范围以及支出的成本。

专栏12-14 困境证券投资

原理

- 投资电力公司（Investment Power Producer，IPP）的经营领域不受能源市场的严格监管环境的影响。
- 由于在最近几年投入成本的增长远比产出收益的增长速度要快，IPP的现金流

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

和利润一直是负值，很可能不久就要破产。

- IPP 的融资主要来源于利率为 5%，期限为 10 年，面值为 100 亿美元的债务，这些债务现在以极低的 30% 的折扣价格进行交易，且不具备投资评级。
- IPP 的股价现在为每股 3 美元，流通股总数为 1 亿股。
- 按照当下的消耗速度，IPP 的现金足够支撑 2 年，这 2 年内将有能力支付运营成本和债务利息（每年花费 15 亿美元，其中 5 亿美元用于支付利息）。
- IPP 的债务合约中存在大量资产被强制售卖的条款，这将可能导致债券被抛售（取决于债券持有人的态度）。
- 我们预计 IPP 会在 2 年后不得不破产。
- 我们预期全部资产在清算过程中总共能卖到 35 亿美元（从破产时算起，该过程大约会花费一年的时间）。

交易

- 以 30% 的折扣买入面值为 1 000 美元的 IPP 债券。
- 以每股 3 美元卖空 100 股 IPP 股票。

预期结果

- 构造的投资组合初始投资为零，我们在这项交易中所得的现金流是：起初的 2 年内 50 美元的票面利息，以及后来公司被清算时 350 美元的清偿款（100 美元面值的债券得到的清偿金额是 35 美元）。
- 股票会变成废纸一张，所以股票空头头寸未来没有任何现金流，仅有刚开始时卖空交易得到的 300 美元。

升值机遇

- 如果公司比预计的时间更早地同债券持有人交涉，由于剩下的更多资产分配给债权人，收益情况会好转，比如，公司提前一年被清算，留下的资产价值就为 35 亿美元加上本年结余的 15 亿美元资金，这样每 100 美元面值的债务留给债权人就有 50 美元。

下行风险

- 考虑到该行业的监管环境，我们可以看到，规章制度的变化会增加公司风险，从而导致情况的恶化。（比如，按照新规定，受管制企业的固定比例电力必须要从不受管制电力生产商如 IPP 处购买，并且新近购买的资产会受到环境法规的制约，那么 IPP 的资产交易价值就会因此降低）。
- 例如，前述规章制度的变化可能会让公司资产变得一文不值，然而，只要有一家受管制电力生产商同意向 IPP 购买能源，IPP 的市值就变为 200 亿美元（发生的概率为 10%），因此股价的预期价格是 10 美元，所购债券的预期价值是 100 美元（10% 的概率得到全额清偿，90% 的概率一分钱得不到）。这样的话，交易中每份债券损失 200 美元，每股股票损失 7 美元，总的损失为 900 美元。

对冲措施

- 考虑到头寸的风险水平，利用相关的衍生品来限制风险的方法操作起来可能会遇到困难。因为股票已经表现出部分期权的特点，存在有流通性股票期权市场的可能性非常之低。
- 我们可能会考虑买入不受管制的电力生产商公司债券的信用违约互换来避险，因为信用违约互换利差一般会随着股价的上升而扩大。
- 我们还可能会考虑提前把股票平仓。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 12-15 **全球宏观策略**

原理

- 埃尔伯尼亚（Elbonia）是发达的工业化国家，拥有稳定的政权。
- 尽管埃尔伯尼亚的期货和股票市场的形势在过去几个季度内略有好转，但是通货紧缩的威胁依然存在，经济总体状况仍在恶化。
- 埃尔伯尼亚的中央银行表示他们会使用一切必要措施来刺激经济增长。
- 埃尔伯尼亚的CPI很低，仅有2%，我们相信市场价格并没有合理地反映通货膨胀率。
- 现在的价格是以1%的预期通货膨胀率为基础的。
- 我们预计通货膨胀率将继续保持2%。

交易

- 买入5年期的埃尔伯尼亚的通胀指数化的国债（ENBIPS），利率2%，面值为1 000美元。
- 卖空埃尔伯尼亚国债（ENB），面值为1 000美元，利率为3%。
- ENB的债券利率是名义利率，名义利率=实际利率+预期通货膨胀率。
- ENBIPS的债券利率是实际到期利率。
- ENB的到期利率－ENBIPS的到期利率=实际的通货膨胀率。

预期结果

- 多头的预期收益为1 217美元[(100% +2%的实际利率+2%的通货膨胀率)^5]，即这5年的收益为217美元，而同一时间内空头的债券终值为1 159，美元[(100% +3%的名义利率)^5]，所以最终的净利润为58美元。

升值机遇

- 考虑到宏观经济环境和中央银行的政策态度，通货膨胀率的增长幅度可能会大于预期。
- 例如，如果通货膨胀率在债券期限内上升到4%，多头头寸的终值变为1 338美元[(100% +2%的实际利率+4%的通货膨胀率)^5]，而空头头寸仍然为1159美元[(100% +3%的名义利率)^5]，净利润就变成170美元。

下行风险

- 如果通货紧缩发生，就会遭受损失
- 例如，假设通货紧缩率为1%，ENBIPS的终值将仅为1 051美元[(100% +2%的实际利率－1%的通货膨胀率)^5]，而ENB债券的终值仍将为1 159美元[(100% +3%的名义利率)^5]，最终头寸净损失108美元。

对冲措施

- 例如，我们可能考虑买入一个期权，使得能够进入ENBIPS的远期合约，从而在通货紧缩比预期厉害的时候减少损失。

习题

1. 在2008年下半年金融危机的高峰期，收益率曲线变得平坦，30年国债的收益率达到了有史以来的最低点2.52%。作为一名对冲基金经理，如果你认为市场存在过度反应，并最终会纠正过来，使得收益率曲线变陡峭。利用这个局势，应采取什么样的多头/

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

空头策略？

2. 金银等贵金属投资在金融危机期间收益很高，因为投资者倾向于购买有更稳定的、能触摸到的价值的有形资产。2008年10月，你注意到一只金银贵金属的封闭式基金在相对于其净值的历史高位上交易。利用这样的局势，你采用怎样的策略（假设你认为最坏的时刻已经过去）？
3. ABC和DEF在同一行业中进行操作。你参与了一个他们为本月新产品揭幕的展示。ABC更容易胜出，因为你非常怀疑DEF的新产品。ABC和DEF均为每份50美元，ABC的1年期50美元的看涨期权标价为3美元，DEF的1年期50美元的看涨期权标价为4美元，ABC的1年期50美元的看跌期权标价为3.5美元，DEF的1年期50美元的看跌期权标价为3.5美元。利率为2%。ABC和DEF在现在和将来都不会分红。在这种情境下，作为权益多头/空头对冲基金的投资者，你将投资哪一个期权？
4. 为什么2008年可转换证券策略表现这么差？
5. 假设你平价买入1 000美元的可转换证券，在理论价值上享受2.5%的折扣。购买日当天股价为35美元，1%的股息收益率。可转换证券的票面利率为4%，转换溢价为20%，得尔塔值为56%。空头的利息收入为1.5%，股票借入的成本为0.25%。在1年的持有期内，股价变动了3次。股价变化率、相应的可转换证券价值以及新的得尔塔值分别如下：+7%/1 037.12/61%；-5%/1 012.11/58%；+4%/1 032.71/60%。请计算1年后这笔投资的收益，并将其分解成收入、流动性货币化、购买被低估的可转换证券三部分。在计算中交易费用忽略不计。
6. 在投资策略中，并购套利什么时候成为一个有吸引力的策略？这一策略的负面风险是什么？
7. MNO对PRS提出一个以一股PRS股票换1.5股MNO股票的要约收购。MNO的股价在公布前为每股40美元，并在公布后跌到38美元。PRS的股票在公布前为每股40美元，并在公布后变为50美元。如果你实施并购策略，将建立怎样的头寸来创造潜在的投资价值？为了减少风险，你将采用怎样的衍生品交易？
8. 请计算以下现金并购套利交易的预期收益率：为目标股票出价每股30.25美元。目标股价在并购公布前为20美元，在公布后立即上升为28.50美元。这项交易的成功概率为95%，并在4个月内完成。
9. 你认为2008年为什么困境/重组证券策略表现的那么差（一年中下降了25%）？
10. 通常来讲，你认为哪两种对冲基金策略的收益率更加不稳定？
11. 并购套利策略被看作是一种市场中性策略。这一说法在什么条件下不成立？
12. 在权益多头/空头交易中，什么方法可以将市场风险变为中性？

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 13 章　股东积极主义及对公司治理的影响

本章内容可与以下两个案例互作参考："麦当劳、温迪和对冲基金：汉堡对冲？"和"保时捷、大众和 CSX 运输公司：汽车、火车及衍生品"。

某些对冲基金将股东积极主义作为其核心投资策略。积极股东取得某一上市公司的少数权益头寸，然后以增加股东价值的名义对管理层施压，要求其变革公司政策。积极股东要求的常见变革包括但不限于以下几种：压缩公司成本、回购普通股、提高企业杠杆、提高股息、降低 CEO 薪酬、减少现金资产和剥离部分业务。除此之外，积极股东有时会反对公司做出的那些不以增加股东价值为目的的并购或现金配置决议。积极股东有时还会敦促出售目标公司、或者通过分项出售或主要业务分离来使公司解体。详见专栏 13-1。

专栏 13-1　　股东积极主义

- 一些公司很容易受到积极股东发起的敌意行动的攻击。
- 对冲基金很可能是那种通过一系列的手段、直言不讳地要求公司变革管理的投资者：
  - 公开谴责或质问董事会和管理层；
  - 提名董事会候选人并通过争夺代理权将该提名提上日程；
  - 支持其他积极股东。
- 对冲基金的积极股东策略基于以下原因一直相当成功：
  - 志趣相投的对冲基金所引发的羊群效应；
  - 克服只专注于短视行为的能力；
  - 熟练运用各种证券和金融工具的能力；
  - 熟悉并购业务及法律监管和权利；
  - 准备随时投入争夺战以及投入大量资源到沸沸扬扬的公关斗争当中去的意愿。

资料来源：Morgan Stanley.

积极股东通常收购目标公司 1% ~10% 的股份，或者通过权益衍生品交易取得权益风险暴露，如买入公司股票看涨期权、同时买入公司股票看涨期权和卖出公司股票看跌期权、通过远期交易买入公司股票、通过权益互换买入公司股票。这些衍生品交易方式将在本章的后面部分加以讨论，本章的两个参考案例中也有所探讨。某个积极股东持有相对较少的股份以及权益衍生品头寸，使得投资者能够发起一场要求公司重大变革的战争，且不必承担整体收购所要求的额外成本和时间。然而为了更加行之有效，积极股东往往必须得到其他大股东的支持。这有时可以通过大规模的宣传活动，股东决议，或者更为极端的情况下，通过争夺代理权控制董事会来实现。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

股东积极主义在 1985 年变成一股活跃势力，此时正值美国特拉华州最高法院做出了 4 起关于公司治理案件的判决：美国加州联合石油公司、美国家居公司、范·戈科姆以及美国露华浓公司。养老金、共同基金和积极策略对冲基金在那时都加入了这项运动，股东积极主义行动逐年提高，直到 2002 年，股东积极主义因为安然公司和世通公司的倒闭、随后通过的美国《萨班斯－奥克斯利法案》而达到了相当规模的势头。

13.1 以股东为中心的公司治理与以董事为中心的公司治理

公司治理的一个核心问题是应该由公司的董事会承担治理上市公司的角色，还是积极股东可以否决董事会。换句话说，公司会否变得更加以股东为中心，而不是以董事会为中心？

一些对以股东为中心的治理持质疑态度的人指出，股东积极主义使得董事会的职能从规划公司战略和对公司管理提出建议转变为确保合规和履行尽职调查职责。这一职能的转变可能在董事会和 CEO 之间造成隔阂，使得董事会成员无法再称得上管理层“可信赖的顾问”，这是因为 CEO 们可能会在与身负调查义务的、防卫心强的董事会分享彼此关注的问题时更加小心谨慎。由于担心诉讼，董事会成员很多时候更关注个人在董事会中的职责，这些职责使得这些成员无暇参与到董事会促进股东价值最大化的目标中来。他们“割据”成为独立董事的权力委员会，这使得协作实现董事委员会整体目标变得不太可行。即使在董事会与 CEO 一起协作专注于公司业务发展时，积极股东也会对董事会施压，要求注重短期的股价表现，而非长期的价值增加。这可能使得公司与员工、客户、供应商以及社区的关系发生改变，也会导致公司减少对长期发展非常关键的研发和资本项目的投资。

对股东为中心公司治理的另一个批判是，股东积极主义可能最终会剥夺董事会的实质权力，导致公司几乎每个重大决定都将由股东投票决议。这可能会导致公司正常的经营无法进行，也降低了决策速度且不利于公司提高竞争力，因为之前这些由董事会作出的相对机密的决议现在被提上了台面。人们也担心积极股东为达成目标与其他积极股东达成一些不成文的结盟协议来对董事会施加不合理的压力。积极股东运用一些模棱两可的概念，如“集团”、“协同一致”和“投资意图”等，在考验证券、信息披露和反托拉斯等法律法规的底线。这些行动在“保时捷、大众和 CSX：汽车、火车与衍生品”这个案例中有更详尽的描述。

美国 RiskMetrics 集团公司（RMG）通过旗下的机构投资者服务部门（ISS）致力于公司治理和机构投资者的代理权表决服务。这个左右着机构投资者想法的机构开始越来越支持以股东为中心的提议。2009 年，RMG 建议其机构投资客户在任何反对的公司政策上都要“保留投票”。例如，RMG 建议客户在董事会“忽略责任和监督义务”以及相对于可比公司发生“持续不良业绩”时要“保留投票”[⊖]。RMG 多年来一直抨击股东权利计划（毒丸计划），极力推进 20% 或更高的股份触发比例和股份赎回条件，这极大地降低了股东权利计划的有效性。RMG 的政策是当董事会未经过股东同意擅自采用或更新股东权利计划、不承认股东权利计划实施 1 年内将其交给股东表决、取消之前表决承诺时，奉劝其客户对整个董事会的决议保留投票。这项政策对那些很容易

⊖ “U. S. Proxy Voting Manual.” Risk Metrics Group, 15 Jan. 2009.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

成为恶意收购潜在目标的公司而言可能相当具有挑战性。

尽管 RMG 一直与股东权利计划作斗争，2008 年，76 家美国上市公司投放了各自有史以来的第一个“毒丸”。与之对应，2007 年首次施行毒丸计划的公司不过 42 家。很多之前一直追随股东积极主义领袖对公司施压以撤销毒丸计划或要求董事会决议公开化的股东，现在也转而敦促公司采取谨慎的收购防御措施以保护投资者利益。然而，争论仍在继续。

公司的董事会和 CEO 开始越来越关注积极股东的威胁，也更加关注像 RMG 这样频繁表现出敌对立场的机构。他们转而向投资银行和外部法律顾问机构来寻求帮助，以抵御敌意收购和股东积极主义者。专栏 13-2 为公司提供了应对积极策略对冲基金的行动方案。

专栏 13-2　应对积极策略对冲基金的方案

- 成立专门应对对冲基金的团队
  - 公司核心高管、律师、投资银行家、代理权征集机构和公关公司组成的小组（2～5 人）。
  - 确保能够在 24～48 小时之内召开董事会特别会议。
  - 团队成员的持续接触和定期会议非常重要。
  - 定期的应急演习是保持团队时刻处于备战状态的最有效方法。
  - 与董事会成员的定期交流。
  - 定期更新相关名单。
- 股东关系
  - 评估股息政策，分析报告和其他财务公共关系。
  - 针对受托人做好关于收购战术的准备以震慑他们。
  - 评估公司各项计划的受托人，决定是否需要做出改变。
  - 监控机构投资者的常规持股计划是否有变化。
  - 制定与机构投资者（包括更新的股东和联系人名单）、研究员以及媒体、监管机构和政治实体接触的计划。
  - 时刻掌握股东积极主义机构投资者、公司治理和代理权事宜的最新动向。
  - 套利者和对冲基金的角色。
- 董事会的准备
  - 董事会在关键战略事项上达成共识是成功的关键。
  - 由法律顾问和投资银行家安排定期的报告会，目的是使董事会熟悉收购的情况、法律以及他们的顾问。
  - 公司可以制定政策来保障其独立主体地位。
  - 公司可以制定政策保障其不参与收购谈判。
  - 董事会必须严防袭击者的颠覆行动，也应该与 CEO 一起探讨所有解决方案。
  - 避免被混淆视听。为避免被孤立出来成为收购目标，心理和认知因素可能要比法律和财务方面的因素更为重要。
  - 评估公司治理准则，改组核心委员会。
- 监控交易
  - 股票监控服务，13F 报告。
  - 注意 13D 报告和《哈特－斯科特－洛迪诺法案》。
  - 监控平行交易和集体行动（积极股东的“狼群效应”）。
- 应对策略

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

- ○ 应对非大众传媒。
  - 无参与谈判或协商的义务。
  - 除非内部泄露，否则无披露义务。
  - 必须针对对方的特别策略设计专门的应对方案；团队应该通过商议达成合适的应对方案。
  - 随时向董事会报告进展情况。
  - 做好应对积极股东公开披露的准备。
- 应对大众传媒
  - 除了“将稍后做出答复”之外不做任何回应（并非直接拒绝；也非直接讨论——试图通过听取外界传言了解最多的信息）。
  - 召集团队成员，通知董事会。
  - 通知团队召开董事会特别会议并商议有关传媒事项。
  - 决定董事会的反应，并决定是否会见袭击者。
  - 避免被混淆视听。
  - 做好对袭击者做出有力反击的准备。

资料来源：Wachtell, Lipton, Rosen & Katz: memo from Martin Lipton, “Takeover Response Checklist and Dealing with Activist Hedge Funds,” Apr. 2009.

13.2 积极策略对冲基金的业绩

积极策略对冲基金的行动在2007年年中开始的2年时间里受到了负面影响，这些股东积极主义者的资本和信用受到了金融危机的重创。在金融危机之前的5年时间里，积极策略对冲基金在说服公司回购股票上一直是十分成功的（2002年年中到2007年年中，美国发生的股票回购金额超过了1.7万亿美元，与之前的5年相比提高了一倍多），而股票回购可以刺激股价上涨。与股票回购相关的收益，加上当股东积极主义者成功促使将公司出售给私募股权投资或其他买家时所获得的丰厚收益，使得积极股东得到了相当可观的收益。金融危机消除了可供利用的信贷（包括股东积极主义者和公司），导致股票回购和并购交易的减少，从而降低了股东积极主义投资者的收益。由此，很多对冲基金投资者的业绩就明显失色：柯克·科克莱恩持有福特汽车和通用汽车的头寸，也极力鼓动公司变革，但最终当他卖掉这些头寸时损失惨重。卡尔·伊坎敦促时代华纳在2006年股价达到18美元时回购200亿美元的股份，但这家公司的股价一直下跌至2008年年底的7美元附近。股东积极主义者也说服了其他公司，诸如家得宝和摩托罗拉在其股价狂跌之前回购了部分股票。图13-1展示了2005～2008年积极策略对冲基金的业绩。

研究表明，因为业绩低迷而成为对冲基金收购目标的上市公司数量在1994～2006年增长了10多倍。[⊖]尽管对冲基金积极策略一直很盛行，但这一研究结果与下面一种观念产生了明显分歧：致力于短期财务目标的对冲基金投资组合经理原本也可以有（但并没有）时间、精力和能力来提高上市公司的长期业绩。在评估对冲基金股东积极主义行动带给股东价值增加时，该研究表明，除非目标公司最终按照股东积极主义投资者的建议出售，否则公司的股价和财务指标没有任何改善（股东积极主义行动首次提出申请的18个月内）。这一结果即使在公司采取股东积极主义者鼓动的其他措施（诸如替换CEO、改变董事会结构或者回购股票）时也是适用的。这项研究也证实了积极策略基金的投资增加了目标公司被收购的可能性。

⊖ Greenwood, Robin and Michael Schor. “Investor Activism and Takeovers.” *Journal of Financial Economics* 92 (2009): 362–375.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

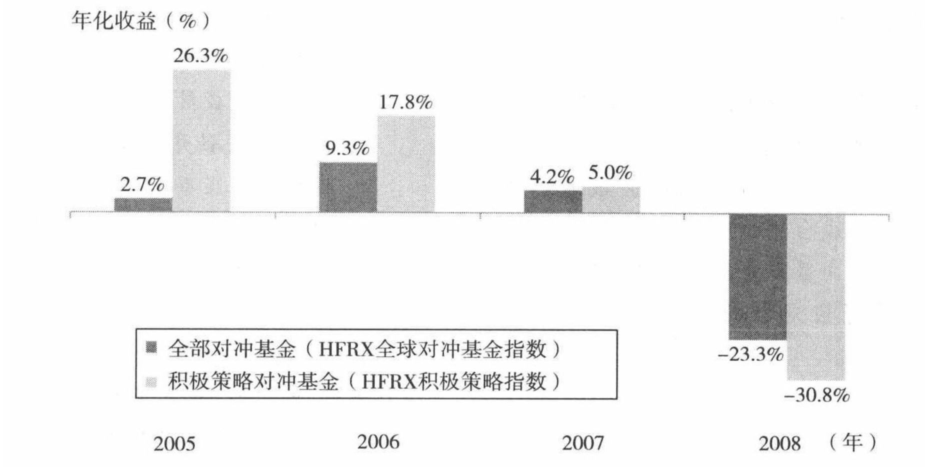


图 13-1 2005～2008 年全部对冲基金收益和积极策略对冲基金收益比较

资料来源：Hedge Fund Research，Inc.

在私募股权投资基金难以获取债务融资来为收购提供资金的情况下，积极策略对冲基金投资者对公司的威胁将减少。历史上积极策略对冲基金和收购机构的共生关系在信贷市场好转以及杠杆收购增加的情况下会变得更加紧密。

13.3 积极策略对冲基金的积聚策略

对于股东积极主义投资者来说，时间就是一切。他们的目标是积聚目标公司足够多的所有权以影响变革，但是他们希望积聚股份的过程不会引起目标公司和潜在投资者的注意，因为如果他们购买股份，就会推高股价，从而提高继续积聚股份的成本（见图 13-2）。有些股东积极主义投资者利用衍生品来帮助其建立公司的风险暴露，这样就不会引起目标公司和潜在投资者的注意。

美国证券交易委员会要求那些持有了某一公司 5% 或以上权益的投资者，在收购后的 10 天内通过提交 13D 报告披露其所有权情况。然而，为了避免露出底牌，一些股东积极主义者利用现金结算的权益互换来获得目标公司权益风险暴露。这些衍生品协议无须在 13D 报告中披露（见下文关于"CSX 和 TCI"的探讨和"保时捷、大众和 CSX：汽车、火车与衍生品"这一案例）。

权益互换的交易对手通常是投资银行，这就要求银行通过购买股份来对冲其向积极策略对冲基金支付股票收益（资本利得或损失，加上股息）的义务，积极策略对冲基金这一方则应向投资银行支付以某一浮动利率（一般是 LIBOR）为基础计算的利息加上合理的信用利差。在某些权益互换中，对冲基金拥有在某些约定情形下从交易对手处购买标的股份的权利，那么在股份交割时对冲基金需要披露其所有权情况（但不是在股份交割之前）。互换安排的关键问题在于到底是谁控制权益互换标的的股份所代表的表决权？由于积极策略对冲基金并不拥有这些股票的所有权，技术上来说他们就不能拥有表决权，因此美国证券交易委员会没有权力要求他们在 13D 报告中披露所有权情况。然而，由于对冲基金可能在未来的某次董事选举表决之前得到这些股份，理论上积极策略对冲基金拥有这些至关重要的表决权。然而值得一提的是，相当多的投资银行明确拒绝在代理权之争中交割股份或投票权。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

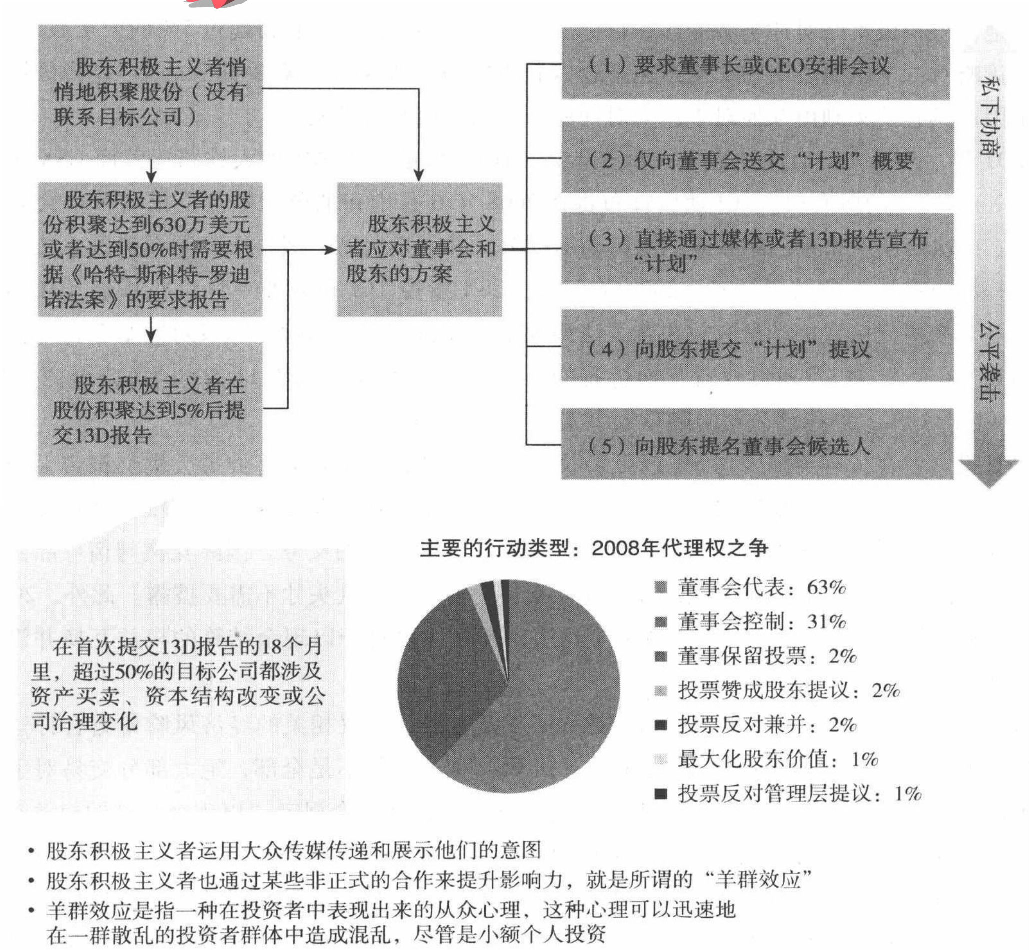


图 13-2　可能的股东积极主义策略

资料来源：Morgan Stanley.

积极策略对冲基金有时在购买股份和签订权益互换时与其他对冲基金一致行动。例如，两只基金会在没有签订任何一致行动书面协议的情况下分别购买某一公司 4.9% 的股份，而每只基金也会分别签订一份标的为公司 4.9% 股份的权益互换。即使这意味着在某些诸如选举董事会成员之类公司的关键事项上，这两只基金可能会控制公司 19.6% 的股份并行使相同的表决权，他们也不必在选举之前的任何时点披露其所有权情况。在这种情况下，这两只基金将惊喜地发现他们可以在董事会选举中拥有重大的影响力。非常值得注意的是，如果对冲基金一致行动的话，事实上会引来很多法律问题（见下文关于"CSX 和 TCI"的探讨）。

13.4　CSX 和 TCI

多年以来，权益互换基于以下几个优势有助于对冲基金参与到股东积极主义行动中来：①避免了市场预期会发生控制权之争而竞相购买拉抬股价的情形，从而最大化股东积极主义者的潜在收益；②有助于为积极策略对冲基金更具策略性地披露影响公司政策的意图提供时间（也就是说

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

这潜在地使得积极策略对冲基金能够在目标公司全然不知的情况下获得超过5%的公司股份)；③使积极策略对冲基金通过实物交割迅速平仓以获得股份（如果互换对手同意的话），积极策略对冲基金因而具有购买到由互换对手作为对冲所拥有的普通股的可能。

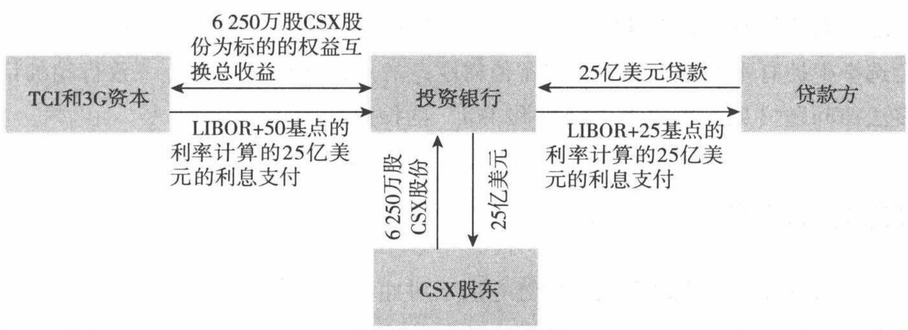
2007年，欧洲大型对冲基金之一顽童基金（TCI）收购了美国第四大铁路运营商CSX运输公司（CSX）4.2%的所有权。TCI随后宣布将在2008年6月中旬的公司年会上提名董事会候选人的意图。此次声明所带来的结果是两大阵营对簿公堂并引发民意之战，CSX则在美国立法者之间进行了一场声势浩大的游说活动。2008年3月，CSX指控TCI和另外一只对冲基金（3G资本）利用权益互换建立一致行动所有权违背了法律规定的披露义务。那时这两只对冲基金合计控制着该公司8.7%股份，以及通过权益互换持有的等于发行在外股票总数11.5%的风险暴露。4月，TCI转而起诉CSX，声称该公司隐瞒重大事实、违背了内幕交易规定。

尽管投资者在持有美国公司5%或更多股份时需要向美国证券交易委员会提交报告，而投资者利用衍生品获得的所有权风险暴露却不必遵守这一规定。在权益互换中，并没有将投票权直接授予交易对手，因此对冲基金理所当然地认为他们并没有披露的义务。国际互换与衍生品协会和证券业与金融市场协会的一份简短法律陈述，支持对冲基金，其头寸不需要披露。此外，2008年6月，美国证券交易委员会也站在对冲基金这边，并陈述说对于以现金结算的权益互换并没有提交13D报告的要求。

最终，TCI、3G资本与8家投资银行达成了权益互换，协议相关的经济风险暴露合计达到了CSX股份的14%，名义价值超过25亿美元。据CSX称，即使不是全部，绝大部分交易对手为了对冲风险暴露而购买相等头寸的CSX股份。美国证券交易委员会规定“以现金结算的权益互换标准协议”并不因互换一方购买的作为互换协议头寸对冲的股份而授予互换协议另一方表决权或投资权，结论就是，并不存在某些经济上或者商业上的激励措施，导致互换的一方会根据另一方的喜好来投票，或者将股票处置给另一方。因此，美国证券交易委员会认为交易对手为对冲风险暴露而购买股份并不会使得TCI和3G资本的头寸获得所有权。最终结果是，美国证券交易委员会裁定这两只基金并不需要提交13D报告来履行披露义务（见专栏13-3）。

专栏13-3　　CSX股份的权益互换

假设权益互换执行时CSX的股价是40美元，股份是6 250万股（名义价值为25亿美元）



書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

该交易的结果：

- TCI 和 3G 资本收到了 6 250 万股 CSX 股份的经济风险暴露，因为从（向）交易对手投资银行处收到（或支付）权益互换的总收益（CSX 股价季度增值/贬值 + 股息）。
- TCI 和 3G 资本并不拥有股份的所有权（投资银行为对冲互换协议头寸所购买的股份），因此无须向美国证券交易委员会报告他们的所有权情况。
- 投资银行收到了 25 亿美元借款本金和来自 TCI 和 3G 资本的权益互换支付之间的 25 基点的利差。
- 对冲基金有权在行使某次表决权之前通过支付 25 亿美元购买 6 250 万股 CSX 的股份从而平仓。

然而，在美国证券交易委员会作出裁决后的很短时间内，一位联邦法官却判决这两只对冲基金在与 CSX 的代理权之争中实际上是有意规避证券法规。这一判决为积极策略对冲基金如何继续与目标公司相角力打开了新局面。这位法官指责这两只基金即使在他们已经“挫败了法律的宗旨”时还试图仅根据“形式论证”为其行为开脱。这一法院的裁决增加了 CSX 的底气，依据判决，两只基金协作密谋控制该公司，却有意识的、不合法的未尽披露义务，公司决定继续进行代理权之争。法院同时判决这两只基金延期披露其一致行动企图控制 CSX 的违法行为成立。最终法院判决，尽管 TCI 并没有权利行使表决权或者处理作为对冲的股份，但作为投资银行非常重要的客户，他们仍然可能影响那些因为需要对冲权益互换头寸而购买 CSX 股份的投资银行的投票决定。

然而，联邦法院的判决对 CSX 来说并不是一个彻底的胜利，因为那位法官说现在想撤销对冲基金的行为太迟了，当 2008 年 6 月 25 日股东从候选人、也包括来自对冲基金的候选人中选举新的董事会成员时，他也说法律上并不能取消他们的表决权。

联邦法院的立场与美国证券交易委员会不一致。然而，联邦法院的判决表明了对那些试图通过衍生品交易来掩盖其真实经济目的的对冲基金的强烈质疑。详见“保时捷、大众和 CSX：汽车、火车与衍生品”中对本案的进一步讨论。

13.5 有利于股东积极主义者的改变

有着股东积极主义宣言的支撑，股东积极主义投资者对于发起代理权之争变得越来越游刃有余。有很多因素影响股东的表决结果，包括公司的机构股东构成，这些机构投资者在多大程度上容易受到诸如 RiskMetrics/ISS 和 Glass Lewis 等外部第三方机构的影响，以及零售投资者及其经纪人的酌情表决投票。2009 年，美国证券交易委员会决定在选取董事会成员时取消股票经纪人的酌情表决权利，这导致股东积极主义者在董事会选举中占据了更大的优势。历史上股票经纪人一直有权在零售投资者不投票的情况下代表他们参与表决。这些经纪人一般投票支持包括现任董事在内的公司管理层的决议。随着美国证券交易委员会决定取消由纽约证券交易所规定的在董事会选举中经纪人的酌情表决权利，支持现任管理层的表决可能会变得更少。

考虑到将近 45% 的标准普尔 500 指数的公司是采取多数投票制，而不是相对多数投票制，取消经纪人的酌情表决权利更显得事关重大。相对多数投票制规定只要提名的董事候选人得到了最多的选票就当选，而不论票数是多少，包括保留投票。在这种机制下，候选人理论上可以凭借得到

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

的票数当选董事，例如，一场选举中有2张赞成票，1张反对票，还有100万张保留投票。而对在董事选举上实行多数投票制的公司来说，提名候选人通常需要得到所有股东代表的表决权的过半数才能继续留任。以前鉴于几乎所有的公司采取的都是相对多数投票制，股票经纪人酌情表决规定的改变可能仅有相当有限的影响，然而，随着现在多数投票规定的出台，那些心有不满的投资者，包括积极策略对冲基金如果想替换现任的董事可能更容易成功了，他们“仅需要投反对票”即可。

13.6 丹尼尔·勒布和13D信函

丹尼尔·勒布是一位对冲基金经理，他也是第三点公司（Third Point LLC）的创始人。勒布因其提交的质疑目标公司高管工作业绩及所做决策的公开信函而闻名。他的信函是股东积极主义的其中一种表现方式。这些信函一般直接送交给公司的CEO和董事会，而且当勒布在公司里拥有的股份超过5%时，这些信函还会附在他向美国证券交易委员会提交的13D报告里。勒布的目标是不断地羞辱公司直到替换他们的CEO，动摇他们的董事会，或者做出其他事情来提高其投资收益。在勒布购买的波特拉奇公司的股票出现下跌后，他便戏称该公司的CEO彭德尔顿·西格尔是一名首席价值破坏官（chief value destroyer，CVD）。他在写给美国星辰天然气公司CEO埃里克·塞文的信里这样写道：“做你最擅长的，隐退到汉普顿的海滨别墅去吧，在那里你可以打打网球，也可以尽情地与你的那些社会名流们阔饮畅谈。”塞文随后便从公司辞职。专栏13-4是勒布写给拦截公司CEO的信函。[⊖]

专栏13-4
勒布写给拦截公司的信函

2004年6月24日
约翰 W. 科林斯
董事长兼CEO
拦截公司
美国佐治亚州诺克罗斯市
霍尔库姆桥路3150号30071

亲爱的科林斯先生：

我写这封信的目的是为了告诉你我们非常赞同市场的决定，即拦截公司（以下简称“公司”）将预期被出售，一旦这样会使公司更加值钱，而你也将极不情愿地从CEO的位置上被撤下来。相应地，我们已经将公司的股份数增持到了175万股，价值约在2 900万美元，占公司已发行在外股票数的8.6%。

从2004年3月27日我们写给你的信函中，你可能已经知道我们对你的管理才能、对你是否适合运营一家上市公司并做出正确的商业决策抱有严重的怀疑。这些怀疑在我们做的一些调查和给出的无数例子中都得到了验证。因为这些原因以及这次和之前的信函中所指出的其他原因，已经延期的

⊖ Gopinath, Deepak. “Hedge Fund Rabble-Rouser,” Bloomberg Markets, Oct. 2005.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

年会无论在什么时候举行，我们都很乐意保留我们支持你连任的投票。

很不幸的是，2004年6月12日你在《亚特兰大宪政报》上对第三点公司“卑鄙的对冲基金”的描述是毫无根据的诽谤。作为收购了iBill公司（一家声称经营“商业运作业务”但实际业务却是为色情网站提供账单服务的公司）的这样一个人物，你作为道德领袖的可信度并不是那么可靠。可能从你色情行业有利可图的观念上来看，你会觉得我做的这些是很不吃香的，比如我支持儿童癌症医院（未来儿童基金）、贫困青少年的教育（Prep for Prep）、第三世界妇女权利（Equality Now）以及其他无数个慈善活动。事实上，从一开始我的事业就创造了超过6亿美元的利润，提供了无数个就业机会，这些都可能让你感到不快。

在任何时候说你的第二大股东“卑鄙”都是另一个说明你可悲判断力的有力证据，这也是在不久的将来，你有足够多的机会和你的继子一起享用高尔夫练习课时你所可能表现出来的行为举止的体现。

最诚恳的

丹尼尔·勒布

资料来源：Company filings.

13.7 雷曼兄弟的艾琳·卡兰和绿光资本的大卫·艾因霍恩

艾琳·卡兰在2007年晋升到了雷曼兄弟CFO职位，但很快，2008年6月，在与积极股东大卫·艾因霍恩打了6个月的口水战之后，便从这个位置上撤了下来。绿光资本（Greenlight Capital）从2007年就开始卖空雷曼的股票，因为大卫·艾因霍恩发现雷曼兄弟的资本不足，并有大量的担保债务凭证并未被适当记录。他同时指出雷曼兄弟在其财务报告中使用了可疑的会计方法。在贝尔斯登的紧急救援后，雷曼兄弟受到了密集的调查，正是此时艾琳·卡兰升到了公司CFO的职位上，并被公司高层称为“非常坦白正直”的人。2008年4月起，艾因霍恩开始公开看空雷曼兄弟。5月，艾琳·卡兰曾经就此问题私下会见了艾因霍恩及他的研究员，试图向他们解释雷曼兄弟披露的最新一期财务报表，以及与此前关于报告的电话会议之间的不符之处。艾因霍恩指出艾琳·卡兰针对雷曼兄弟资产估值问题所做出的回应相当笨拙，并公开表达了他的忧虑。卡兰随后则几次与艾因霍恩进行公开争论，但每次争论雷曼兄弟股价都下跌得更厉害。雷曼兄弟最终于2008年9月启动了破产保护程序，绿光资本也在做空雷曼兄弟股票上获得了巨大收益。

13.8 卡尔·伊坎和雅虎

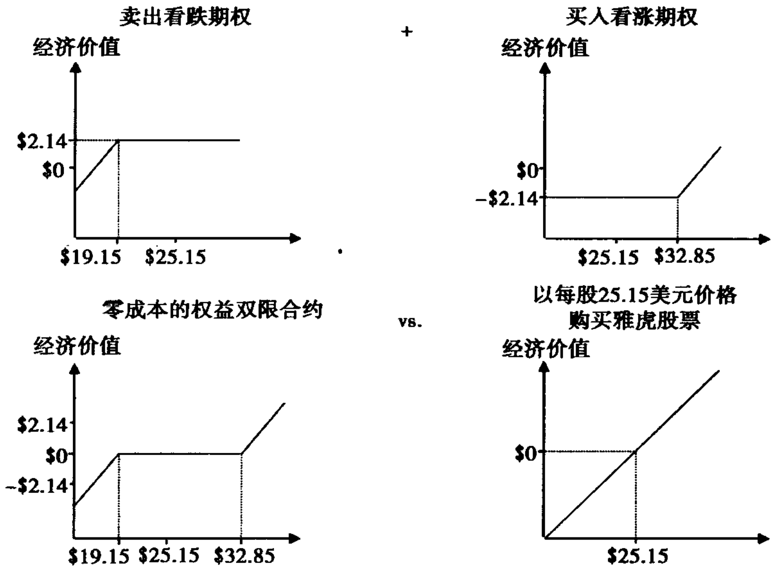
2008年2月，微软以每股31美元的价格向雅虎提出要约收购，但雅虎的CEO和创始人拒绝了此项要约。随后，卡尔·伊坎开始购买雅虎的股票，试图从雅虎最终出售给微软获利。2008年5月，伊坎收购了相当于5 900万股雅虎股票的头寸。该头寸包括990万股普通股和4 900万股股票的权益双限合约。该权益双限合约是通过同时买入雅虎股票的看涨期权（无固定行权价格和到期时间的美式看涨期权）和卖出看跌期权（行权价格为19.5美元、到期日为2010年11月的欧式期权）建立的（见专栏13-5）。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 13-5 雅虎股票的权益双限合约

- 假设执行权益双限合约时雅虎股价为 25.15 美元。
- 卖出 490 万股雅虎股票的执行价格为 19.15 美元、期限为 18 个月的看跌期权的收入为：(1) 2.14 美元/期权
- 买入 490 万股雅虎股票的执行价格为 19.15 美元、期限为 18 个月的看涨期权的成本为：(2) 2.14 美元/期权
- “无现金支出的权益双限合约”总成本 =（1）－（2）=2.14 美元/期权 －2.14 美元/期权 =0 美元。



该权益双限合约为伊坎带来了如下的潜在收益：①权益双限合约的预期成本为零，相比之下如果伊坎购买 490 万股雅虎股票，以签订权益双限合约当天 25.15 美元的股价来算，则需要支付 12.3 亿美元的成本；②签订权益双限合约要比直接购买 490 万股雅虎股票更为隐蔽，这使得伊坎无须在市场上直接购买雅虎股票而能够确保头寸。这种期权可以通过交付股票来进行实物交割，或者如果另一方执行期权而伊坎又不想购买雅虎股票的话，则可以“以现金结算”该期权。以现金结算是指如果期权被执行，实物交割可以以与实物交割经济等值的现金支付（如果雅虎股价超过 32.85 美元则支付给伊坎，而当股价跌至 19.15 美元以下时则由伊坎支付）。

伊坎和其他两位伊坎支持的董事最终在 2008 年 7 月成功加入了雅虎董事会，从而终结了由他发起的代理权之争。尽管伊坎在那时表明说“仍继续坚信出售整个公司或者出售其搜索引擎业务是非常正确的，需要认真地加以考虑”，但他同意在是否出售整个公司的议题上不干预整个董事会的决议。[⊖]2008 年年底，微软并没有对雅虎发出新的收购要约，而此时雅虎的股价已经跌到

⊖ Yahoo! Inc. 21 July 2008. Yahoo! Announces Settlement with Carl Icahn [Press Release].

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

了 13 美元之下，这对伊坎来说是非常不利的形势。2009 年 7 月，为与谷歌相抗衡，微软虽没有全面收购雅虎，但两家公司宣布达成了在搜索引擎和网络广告上的合作伙伴关系。在此项声明发布的一周后，雅虎的股价涨至 14.5 美元。

13.9 比尔·阿克曼和麦当劳、温迪、赛瑞迪恩、塔吉特、MBIA

比尔·阿克曼在 2004 年成立了被认为是积极策略对冲基金的潘兴广场资本管理公司（Pershing Square Capital Management）。该基金在很多公司都购买了一定的普通股股份（或者是未来有权购买普通股的看涨期权），包括温迪、麦当劳、赛瑞迪恩、巴诺书店、鲍德斯、西尔斯公司、西尔斯加拿大公司、胡椒博士、普增房产、朗斯公司和塔吉特。该基金还购买了一批金融机构的股票，包括绿光资本、维萨、万事达、美国国际集团和美联银行。

在“麦当劳、温迪和对冲基金：汉堡对冲？对冲基金股东积极主义行动及对公司治理的影响”这个案例中将讨论潘兴广场与麦当劳和温迪公司之间的冲突经历。在对赛瑞迪恩的投资中，阿克曼购买了该公司 15% 的股份，企图在公司董事会安插他独立提名候选人并敦促公司剥离实力最为雄厚的部门。公司最终以每股 36 美元的价格整体出售给了一家私募股权投资机构和一家私人保险公司，这个价格是潘兴广场购买成本的 2 倍。

2007 年，阿克曼成立了专门投资美国第二大折扣零售商塔吉特的潘兴广场四号基金。这项投资高达 20 亿美元，通过购买普通股和互换及期权头寸，经济风险暴露占到了公司股份的 10% 以上。塔吉特的股价在 2007 年该基金持股期间下跌了大约 21%，这导致该基金因为杠杆作用蒙受了 43% 的损失。2008 年，由于塔吉特股价的继续下跌和基金的杠杆作用，潘兴广场四号基金的价值进一步下跌了 68%。

凭借基金的巨大头寸，阿克曼敦促塔吉特回购股份，卖掉其信用卡业务单元，通过房地产物业获得更多的价值（阿克曼希望塔吉特能够剥离掉那些连锁店所在的物业，打包成房地产投资信托，房地产投资信托将物业出租给塔吉特 75 年）。这家公司拒绝了关于房地产的请求，但最终同意回购 100 亿美元的股票并以 36 亿美元的价格出售了约 50% 的信用卡业务。

2008 年 10 月，对于阿克曼的房地产投资信托提议，塔吉特这样回应道：他的分析引起了我们对很多重要问题的强烈担忧，包括：

（1）潘兴广场对塔吉特和分离出去的房地产投资信托的价值评估所做假设的合理性。

（2）将具有价值的资产转移到房地产投资信托，以及提议中逐年递增的租赁费用所带来的巨大成本支出将降低塔吉特的财务灵活性。

（3）当前的不利经济环境加重了提议中资产重组可能给塔吉特的负债比率、融资成本以及流动性带来的不利影响。

（4）执行潘兴广场的提议将带来摩擦成本和经营风险，包括税收影响。

（5）管理层的焦点从核心业务分散到当前环境下执行这样一桩复杂业务所带来的风险。[⊖]

⊖ Target Corporation. 29 Oct. 2008. Target Corporation Addresses Real Estate Structure Ideas from Pershing Square, LLP [Press Release].

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

除了投资于那些业绩不佳的公司，潘兴广场针对一批公司建立了巨额的空头头寸，如房利美、房地美和美国城市债券保险公司（MBIA）。MBIA 是美国州政府和市政府融资担保的最大提供商。此外，MBIA 还为次级住房抵押贷款及相关债务提供了数额巨大的担保。通过为住房抵押贷款支持证券和担保债务凭证提供担保，MBIA 拥有 187 亿美元的次贷风险暴露，超过了公司法定资本的 280%，随后，阿克曼建立了 MBIA 的巨额空头头寸。这些风险暴露中有 90 亿美元是对 CDO^2（一种比 CDO 风险更高的形式）的担保。MBIA 的股价从 70 多美元跌至 4 美元以下，卖空使得潘兴广场的几只基金在 2007～2008 年业绩强劲。在此期间，穆迪将 MBIA 的评级由 Aaa 级调低至 Baa1 级。阿克曼在 2008 年卖空房地美和房利美的股票同样给潘兴广场带来了巨额利润，这两家公司的股价都下跌超过 90%。专栏 13-6 是比尔·阿克曼对股东积极主义者和传统投资者的建议。

专栏 13-6　比尔·阿克曼对股东积极主义者和传统投资者的建议

做好功课：阿克曼的大部分想法并不是通过一些十分高深的技巧获得的，而是靠阅读年报、寻找公司被市场低估的某些规律等“原始动力”得以积累的。然后，他做的仅仅是使用一些简单的工具刺激公司的股票价值，直至他认为合理的水平。

找出某一主题并加以实践：阿克曼之所以投资西尔斯和西尔斯加拿大公司，是因为他认为这两家零售企业为信用卡应收账款提供表内融资是不被市场所认可的。基于同样的考虑，他也与塔吉特进行了交涉，他认为这家公司实力雄厚、债务良好，但也同样是为信用卡提供表内融资的零售商之一。在西尔斯这一案例中，阿克曼通过分别评估公司的各个部分来评估公司整体价值，包括西尔斯装备公司、家庭服务公司、西尔斯加拿大公司、Land's End 公司和西尔斯墨西哥公司（都未考虑公司的巨额房地产价值）。

不要太感性：阿克曼形容自己“至少在投资时”是一个彻头彻尾的理性人。他说与 MBIA 斗争和与其他债券保险公司是没什么区别的。尽管对外部观察家来说，他与 MBIA 的冲突看起来非常个性，但他说仅仅是因为他注意到 MBIA 拥有着 AAA 评级，而杠杆比率却达到 140∶1，这很不合理。

深度投入：“我们要么不做，要做就做大的。我们不是那种仅购买 1% 股份、试探一下然后继续买入一丁点股票的机构，”他说。把流动性良好的大盘股作为目标是有风险的：“难的是预测出市场将如何反应……我不是不同意这是一桩艰难时期的艰难交易这类观点，我不同意的仅仅是结果。”

坚持下去：阿克曼曾经描述自己是“一个坚持到底的家伙”，这可能是很多卖空者和股东积极主义者的共性。在 MBIA 这一案例上，阿克曼说：“花了 5 年时间才让全世界的人相信我的观点。的确有很多苦痛……你必须说服他人自己是正确的、其他人都是错误的，这并不容易。但如果你没自信的话，你当然不可能扣动扳机。”他处的这一行当正是一个人人都自信到忽略事实的行业。他强调：“这里有很多很好的能够建立模型和电子表格的研究员，但性格是成功的很大一个因素。”

走出你的办公室：阿克曼的很多灵感通常是在离开办公室后得到的：“这不是一个需要你每天在办公室工作 24 小时的行业……关键不在每周工作时间有没有达到 80 小时。”

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

13.10 小结

积极策略对冲基金是增强公司的实力，还是仅仅以长期股东利益为代价获取短期利益，一直都有争议。2008 年，超过 75 只美国对冲基金投身于事件驱动、积极策略的投资当中来，这些对冲基金管理着超过 500 亿美元的资产。表 13-1 列出了一些知名的积极策略对冲基金。一些重要的机构投资者也与这些对冲基金一起敦促董事会更加关注股东的诉求。很多案例显示，如果没有这些股东积极主义者，公司的业绩可能不会得到改善。而在其他案例中，股东积极主义者推动的、公司在股价大跌前进行大规模的股票回购则会造成相当大的机会成本。此外，很多由股东积极主义者推动的收购，在收购完成之后都经历了股价大跌。

结果尽管多种多样，但积极策略对冲基金相比大多数普通对冲基金赚的要更多，这主要是因为更长的锁定期（一般来说是 3～4 年，相比之下普通对冲基金的锁定期大约只有 1 年）以及 2008 年以来全球股票市场经历的巨大下跌给这些基金带来了极佳的购买机会。

表 13-1 知名的股东积极主义投资者

基金	管理资产额（10 亿美元）	核心人物	投资目标	评论
伊坎联合	12.1	卡尔・伊坎	• 时代华纳 • 摩托罗拉 • 克尔－麦吉 • 雅虎 • 生物基因 • BEA 系统	• 获利最为丰厚的股东积极主义者 • 频繁地寻求董事会席位 • 不受目标公司市值大小的影响 • 由于伊坎个人的财富使得该基金能够获得更多的资本
先驱资本	19.0	菲利普・法尔科恩	• 纽约时报 • 克利夫兰－克利斯	• 成功在纽约时报董事会中新增了两名董事 • 反对克利夫兰－克利斯对阿尔法自然资源的收购计划
顽童基金	8.7	克里斯・约翰	• CSX • 泛欧交易所/德意志交易所 • 荷兰银行	• 专注于公司治理 • 曾经关注欧洲市场，现在活跃于美国市场 • 在 CSX 一案中违反了证券法规，但仍然在代理权之争中胜出 • 反对德意志交易所竞购伦敦证券交易所
JANA 合伙	4.5	巴厘・罗森斯坦	• 时代华纳 • 克尔－麦吉 • 美国通信网络公司	• 经常是伊坎的商业伙伴 • 由亚瑟・伊德尔曼的门徒管理
潘兴广场	5.6	比尔・阿克曼	• 鲍德斯 • 麦当劳 • 温迪 • 赛瑞迪恩 • 塔吉特	• 最近将焦点转到了零售和房地产
艾蒂科斯	8.4	蒂莫西・巴拉凯特	• 费尔普斯・道奇公司 • 泛欧交易所/德意志交易所	• 不太可能是挑起代理权之争的主谋，但向来直言不讳，也因为最近的优异业绩而受到尊敬 • 经常拿整个部门下注并积极推动股东积极主义战略举措

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

基金	管理资产额（10亿美元）	核心人物	投资目标	评论
三角基金	2.8	尼尔森·佩尔茨 彼得·梅尔	• 海因茨 • 温迪 • 科聚亚 • 吉百利	• 因为佩尔茨特殊的背景而备受瞩目 • 将焦点更多地集中在消费和零售领域
关系投资	5.6	大卫·巴彻尔德 拉尔夫·惠特沃思	• 斯普林特通讯 • 家得宝 • 斯必克 • Sovereign 银行	• 关注公司治理，非常有目标性 • 替换目标公司 CEO 的概率非常大
钢铁合伙	4.8	沃伦·利希滕斯坦	• 联合工业 • 韩国烟草与人参公司 • 布林克	• 曾经与伊坎合伙 • 最近的焦点更为国际化，尤其专注于亚洲

资料来源：Morgan Stanley.

习题

1. 取消股票经纪人的酌情表决权利前，哪一类公司更容易成为股东积极主义投资者的目标，是一家主要由大型机构投资者投资的公司，还是一家由小股东组成的公司？为什么？
2. 在刚刚经历 2007～2008 年信贷危机后，激励或阻碍股东积极主义者行动的因素是什么？
3. 董事会滞后选举有什么优势？
4. 累计投票制是指当一家公司从几个候选人中选举董事会成员时，股东可以将所有的票数投给任意一个人。请问实行累计投票制对股东积极主义者是否有利？
5. 请描述“13D 信函”的含义。
6. 假设 A 公司拥有 B 公司股份（B 公司目前股价 30 美元），且 A 公司买入一份 2 年期、执行价格为 25 美元的看跌期权，并卖出一份 2 年期、执行价格为 34 美元的看涨期权，这种权益衍生品结构称为什么？它的有利和不利因素各是什么？
7. 积极策略对冲基金的投资策略中存在哪些期限不匹配问题？
8. 相对于其他策略，积极策略基金需要花更多时间和资源进行投资。这给积极策略对冲基金增加了什么风险？
9. 请描述权益互换和对冲基金采取这种策略所能获得的好处。
10. 在 CSX、TCI 和 3G 资本的官司中，美国证券交易委员会和负责这次诉讼的联邦法官持有不同的观点，哪一种是基于规则，哪一种是基于原则？

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 14 章　风险、监管和组织结构

本章内容可与以下案例互作参考："两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿"。

14.1　投资者风险

对冲基金投资者面临着所投资对冲基金资产组合层面的风险，见表 14-1。此外，他们还面临着对冲基金投资层面的风险，包括业务风险、人员风险、投资策略风险和系统风险。

表 14-1　投资对冲基金的风险

资产组合层面风险			
流动性	生存偏差	非主营应税业务收入①	
透明度	复杂度	重大事件风险	
基准	杠杆	条款和条件	
投资层面风险			
业务风险	**人员风险**	**投资策略风险**	**系统性风险**
经营控制	关键人物	决策失败	监管变化
客户构成	忠诚度/行为规范	风格转变	大宗经纪商破产
资本基础改变	焦点，驱动力	杠杆	极端市场的相关性峰值
对手风险	团队的深度和广度	流动性	主要金融机构破产
利益冲突		集中度	
薪酬结构		非稳定关联	

① 非主营应税业务收入（UBTI）是指获得免税实体从其从事的非主营应税业务中取得的收入。在对冲基金的例子中，包括债务融资产生的收入，免税的投资者应对这一部分缴税。这一问题可以通过离岸对冲基金来绕过。
资料来源：Grosvenor Capital Management.

另一种观察对冲基金投资者风险的方法是关注五个增量风险，相对于其他投资基金，它们更多地出现于对冲基金。这五个增量风险是杠杆、监管、卖空、透明度和风险容忍度。

14.1.1　杠杆

大部分（但不是所有）的对冲基金利用杠杆来提高收益。此外，许多对冲基金还通过衍生品来实现表外杠杆。图 14-1 显示了对冲基金资产负债表中的杠杆。当收益为正时，杠杆能起到积极作用；但是当收益为负时，杠杆则起到反作用。杠杆的大小，取决于投资策略和对冲基金。假如一只对冲基金从投资者处获得 30 美元后再借入 70 美元，将 100 美元总额投资，如果投资减值 10%，投资者损失 33%；同理，如果投资增值 10%，投资者获利 33%。杠杆化对冲基金投资策

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

略使得潜在收益呈现巨大波动性，这会导致某些投资者不安。杠杆也被看做提高系统随机扰动风险的重要因素，因为杠杆使得对冲基金在流动性冲击面前更加脆弱（见后文关于系统风险的论述)。2004～2008 年的 5 年间，对冲基金的平均杠杆率差别很大，从许多权益多头/空头策略基金的 40% 至固定收益套利策略基金的 400% 不等。

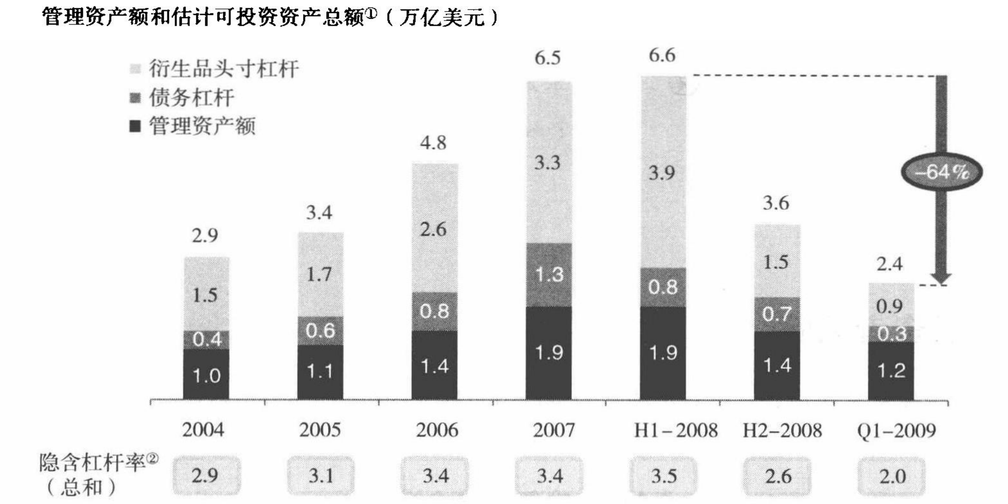


图 14-1 对冲基金的杠杆

① 包括通过债务的杠杆以及通过衍生品和其他工具的表外杠杆

② 杠杆率 =（总杠杆额 + 管理资产额）/ 管理资产额

资料来源：London；Financial Risk Management，Ltd.；Financial Services Authority.

需要指出的是，很大一部分对冲基金的杠杆有资产抵押，所以，尽管名义杠杆可能很大，保证金杠杆（没有资产抵押）则要小得多。

14.1.2 监管

美国的对冲基金根据《1940 年投资顾问法》的“私人顾问豁免”条款，只要对冲基金顾问的客户少于 15 名，且既未向公众自称是投资顾问，也未担任注册的投资公司的投资顾问，就可以豁免注册。几乎所有对冲基金顾问管理着不足 15 只独立的对冲基金，它们目前还没有进行《1940 年投资顾问法》注册。因此，相对无法豁免《1940 年投资顾问法》注册的共同基金和大多数其他资产管理人而言，美国的对冲基金并没有受到金融监管者的太多直接监管。相似地，美国以外地区的对冲基金一般也比当地大多数其他投资基金受到更少的监管。然而，由于银行（对冲基金的主要交易对手和贷款人）受到非常严格的监管，对冲基金实际上受到“间接”监管（包括联邦条例 T 的保证金限制）。

14.1.3 卖空

许多对冲基金将卖空证券作为表达看跌观点的方式。如果被卖空证券价值增加，卖空行为理论上而言创造了一个无限的风险暴露。证券多头的潜在损失以这个证券的价值为限，但空头却不存在这种限制。然而，对冲多头头寸的卖空行为，被认为是风险缓冲器，而不是风险放大器。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

14.1.4 透明度

对冲基金频繁地进行投资和对冲，试图通过市场定价的无效性来套利。从某种程度上说，一旦许多基金都发现了相同的机会，套利策略的利润就会消失。因此，许多对冲基金对于它们的投资策略都保持高度的机密性，以保护它们发现的阿尔法收入来源，所以对冲基金仅向投资者提供有限的信息。投资者因此只拥有有限的能力来监控对冲基金的行为，这潜在地破坏了投资的价值。此外，即使投资者拥有更多的透明性，“门”与其他流动性限制也会减少投资者的选择。

14.1.5 风险容忍度

许多对冲基金经理比非对冲基金经理天生更爱冒险。他们愿意考虑更宽范围的投资选择和创新性的证券。此外，对冲基金频繁地使用衍生品，而这类金融工具有时附带许多难以分析和衡量的风险。当然，如果使用得当，衍生品也能降低风险。

14.2 系统风险

系统风险一般被定义为一种金融冲击，这种冲击会带来显著的危险，给整个金融体系和经济造成巨大损失。换句话说，系统风险就是某个单独的主要事件引发的大量金融机构同时崩盘的可能。对冲基金可能通过两种方式创造系统风险：①几家大的对冲基金同时出问题，这可能会蔓延到许多金融和实物资产中去，因为出问题的基金被迫以低价平仓它们的投资头寸；②如果抵押品不足或者估值方法不正确，对冲基金可能会给向它们提供资金的银行带来巨大损失。这些巨大的损失可能对其他金融机构带来致命影响。

长期资本管理公司（LTCM）出问题后，对冲基金的活动就被严格审查了。1998年，在美联储的协调下，LTCM由14个大型投资银行援助。这些投资银行和美联储认为，LTCM过度地使用杠杆，加上错误的流动性预期，导致了它的崩溃，如果不进行援助，许多其他金融机构可能被拖入破产的境地。

分析LTCM的垮台和随后的对冲基金的失败，其中的关键问题是流动性和杠杆的重要性，以及金融工具和投资组合之间在极端压力下的相关性（在一个正常的市场环境中，被认为是不相关的）。

2006年对冲基金Amaranth Advisors的倒闭，以及越来越多的银行面向对冲基金的风险暴露，引起了人们对于对冲基金是否会对一般市场带来巨大风险这一问题的关注。包括英格兰银行在内的一些监管机构和中央银行得出结论，认为虽然对冲基金会创造系统风险，但是其他一些金融市场参与者会带来更大的系统风险。2006年，英格兰银行负责金融稳定的副行长表示，中央银行和监管机构认为给金融稳定带来最大风险的是那些处于金融体系中心的主要中介。在他看来，对冲基金甚至没有跻身“金融系统漏洞来源”的前12名。他还指出，事实上，对冲基金能够实现风险规避方向风险承担方进行风险转移，从而潜在地减少了系统风险。[⊖]

⊖ Sir John Gieve, Deputy Governor, Bank of England: 17 October 2006 speech on Hedge Funds and Financial Stability given at the HEDGE 2006 Conference.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

许多人不同意这一立场。例如，在亚特兰大联邦储备银行经济评论收录的一项研究中，作者得出结论，大量资金的流入对对冲基金的收益已经产生重大影响并且增加了相应的风险，而且对冲基金面临的风险是非线性的，比那些传统资产面临的风险更为复杂。该研究认为，因为对冲基金投资策略的动态性质，以及资金流向对杠杆和业绩的作用，对冲基金的风险模型需要更为复杂的分析，因而很容易产生更大的误差。[⊖]这项研究和类似的研究得出这样的结论：对冲基金创造的系统风险，改变了金融投资的风险和收益的原貌。这些研究都支持这样一种观点：尽管对冲基金的历史业绩优于许多其他投资管理形式，但是它们同时也创造了不同于传统形式的风险。这种差异可能会影响系统风险的考量。

作为对冲基金对手方的银行，其行为也可能创造系统风险。由于在 2007 ~ 2008 年的信贷危机中遭受了重大损失，银行被迫加固其资本基础，并大幅减少提供给包括对冲基金在内的借款客户的信贷额度。一旦银行破产或通过追加保证金减少提供给基金的资金额度（银行加强对自身资产负债表的保护），许多对冲基金便面临着风险。

几只高杠杆的大型对冲基金因为损失而被迫迅速平仓的情况下，被出售证券的价格会大幅下跌。反过来，这种情况可能会蔓延到通常不相关的其他资产，而这最终可能会对其他投资者造成重大损失，使恐慌的投资者在损失的情况下出售证券以降低投资风险。这种情况从 2007 年年中开始的 2 年内达到了一定程度。例如，2007 年 8 月，信贷市场变得混乱，几只大型的量化套利对冲基金遭受了重大损失，压力开始向权益市场蔓延。这些基金中，某些采用了杠杆，量化对冲基金的计算机驱动方式快速、大规模卖出类似证券，造成了数十亿美元的损失。这反过来，促进了对冲基金投资者的资金赎回，使许多对冲基金提高流动性头寸，增加现金应对这些赎回，进一步加剧了权益和固定收益市场的下挫。纵观 2007 年和 2008 年，对冲基金在交易对手不断要求追加保证金的情况下，继续出售资产，造成了投资者的进一步赎回和风险偏好的下降。其结果是加剧了原本因为次贷资产崩溃而已经遭受价格损失的证券的价格下跌压力。关于杠杆如何加速资产被迫出售的例子如图 14-2 所示。在这个例子中，如果股票价格下跌 5%，对冲基金需要出售价值 20 美元的股票以维持杠杆率。然而，债权人可能会要求调低杠杆率，导致多出售价值 15 美元的股票。这种出售行为可能给股票带来更大的下跌压力。参见“两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿”。

14.2.1 银行的对冲基金风险暴露

许多大银行存在巨额的对冲基金风险暴露。这种风险暴露包括收入风险暴露，因为对冲基金是这些银行交易部门唯一的也是最重要的以佣金为基础的客户。据估计，2008 年银行向对冲基金提供交易和大宗经纪服务的总收入超过 330 亿美元。这些服务包括证券交易、清算与托管、融券、融资（包括保证金贷款、回购甚至永久性资本）、定制的技术和报告工具。如果这些对冲基金大客户倒闭了，那么作为提供服务并在很大程度上依赖这些服务收入的银行就会变得十分脆弱。

⊖ Chan, Nicholas; Getmansky, Mila; Haas, Shane M.; and Lo, Andrew W. “Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?” Federal Reserve of Atlanta Economic Review, 4th Quarter (2006).

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

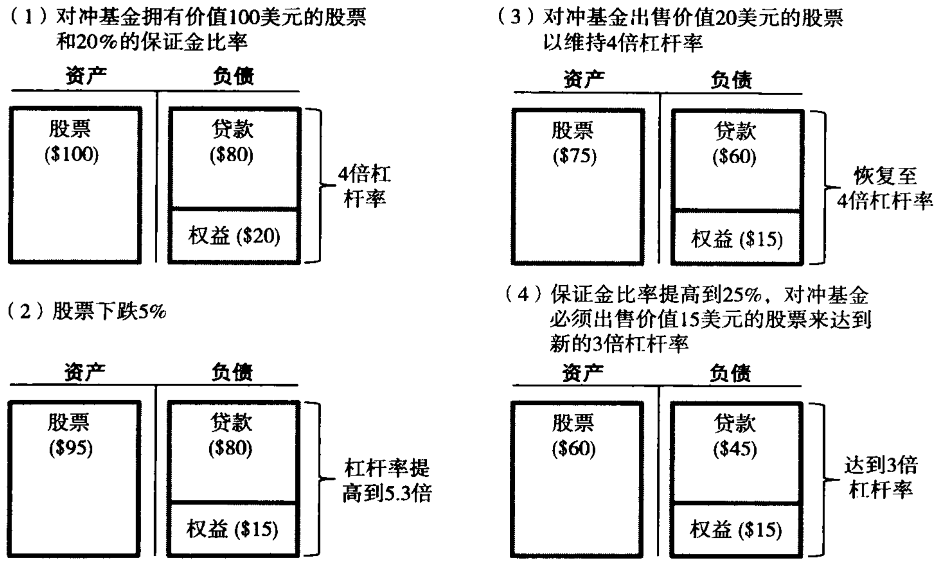


图 14-2　杠杆会加速被迫出售

资料来源：McKinsey Global Institute：“Hedge funds：The credit market's new paradigm.” Fitch Ratings 5 Jun. 2007.

此外，由于给对冲基金提供了现金贷款，一些银行有非常大的信用风险暴露。尽管这些贷款都有抵押，然而保证金比率的调整有时赶不上标的抵押品价值的变化。在始于 2007 年夏天、长达 2 年的金融市场混乱期间，银行被迫大幅度调高保证金，普遍降低针对对冲基金的风险暴露。银行信贷限制的结果，使得对冲基金在投资策略上减少了杠杆。尽管银行持有巨额的对冲基金风险暴露，然而从历史来看，因为给基金的贷款有抵押资产，实际上遭受的损失很小。

最后，在衍生品合约中，许多大型银行是对冲基金的主要交易对手。例如，对冲基金已经与银行签订了大量的信用违约互换。信用违约互换是一种私下订立的明确规定将信用风险从一方转移到另一方的协议。根据国际互换与衍生品协会（ISDA）的统计，流通在外的信用衍生品合约的名义价值从 2001 年年底约 7 000 亿美元增长到了 2008 年年中约 54. 6 万亿美元。银行也通过权益互换和其他衍生品合约持有对冲基金风险暴露。

14. 2. 2　降低系统风险

降低与对冲基金相关系统风险的关键在于：①银行采用更保守的贷款策略；②对冲基金降低杠杆并增加多样化投资；③监管机构运用更优的评判标准来努力提升对对冲基金的监管。许多关于对冲基金的监管行为，未必是降低系统风险的好办法。事实上，如果对冲基金的监管变得过于严格，一些由对冲基金创造的流动性可能会消失。在信贷市场冻结的情况下，这会切断许多重要的资本来源。例如，当投资者被迫出售困境证券来满足流动性需求时，这些证券的买家通常是对冲基金。如果没有对冲基金的报价，这些困境证券极有可能没有任何买家，这就造成困境证券价格的进一步下跌。实际上，对冲基金已经成为了“债权人（或投资者）最后的依靠”，为那些价格不断下跌的资产提供有力的价值支撑。因此，合理的做法是通过对对冲基金的适度监管来适当

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

地降低系统风险，监管机构必须十分谨慎，避免造成来自对冲基金的流动性大幅缩减，因为这可能会加剧系统风险。

14.3 监管

在美国，公众投资公司，如共同基金须根据《1940 年投资公司法》的要求在美国证券交易委员会注册。注册后，它们必须根据监管要求定期报告信息，并受到诸多限制，包括杠杆、卖空和业绩费用的限制。相比之下，对冲基金则不被视为公众投资公司，因为它们在注册上有豁免权，也没有类似的限制。

《1940 年投资公司法》规定，这些豁免权适用于那些拥有 100 人或更少投资者的基金（第 3 款 c 第 1 条）或者投资者为“合格购买者”的基金（第 3 款 c 第 7 条）。“合格购买者”是指拥有 500 万美元以上可投资资产的自然人。第 3 款 c 第 1 条中规定的基金投资者不能超过 100 人，而第 3 款 c 第 7 条中规定基金投资者人数不受限制，但是当投资者人数超过 499 位时，基金须根据《1934 年证券交易法》注册。

此外，根据《1940 年投资顾问法》，对冲基金管理人作为投资顾问，为不超过 15 只基金提供服务时，也享有注册豁免。为此，任意一只对冲基金都被视为一个独立基金，不论基金的投资者有多少。最后，为了避免《雇员退休收入安全法》中关于“计划资产”的问题，大部分基金将“退休福利计划”的投资额度限制在基金总资产的 25% 以内。

为了获得注册豁免，对冲基金采取私募发行方式，这意味着它不能向公众发行或宣传，而通常根据“D 条例”来发行。受此限制，对冲基金只能向合格投资者发行。所谓合格投资者是指拥有净财富在 100 万美元以上，或者近 2 年的年收入超过 20 万美元并且可以合理预期到本年度也将达到同一水平的个人。

目前，已经出现了一些意图改变对冲基金监管环境的尝试。2004 年 12 月，美国证券交易委员会颁布了一条规定，要求大部分对冲基金顾问在 2006 年 2 月 1 日之前根据《1940 年投资顾问法》到美国证券交易委员会注册。这项规定适用于管理规模超过 2 500 万美元，并拥有超过 15 位投资者的机构。然而，该规定受到美国哥伦比亚特区法院质疑，2006 年 6 月，该法院否决了美国证券交易委员会的规定。美国证券交易委员会随后试图研究如何应对这一判决，但至今尚未结果。

2007 年 2 月，总统金融市场工作小组拒绝向对冲基金采取进一步监管，而是建议该行业应该采取自愿准则。但是，2007 年和 2008 年期间发生的对冲基金和基金中的基金的巨大亏损（包括前纳斯达克主席伯纳德·麦道夫高达 10 亿美元的投资损失）后的 2009 年，积极监管以及国会针对对冲基金行业的监管讨论又重新抬头。美国关于对冲基金的法律和法规见专栏 14-1。

专栏 14-1　　对冲基金的法律和监管

- 《1933 年证券法》
  - 基金份额是“证券”
  - “安全港”：D 条例
    - 第 506 条

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

- 销售额上没有限制
- 一般只出售给“合格投资者”（100万美元净财富或过去2年20万美元年收入）
- 最多可以有35个非“特许投资者”
■ 不允许向大众宣传
■ 销售后的15日内向美国证券交易委员会提交D表格
- 《1934年证券交易法》
  ○ 500名投资者和10亿美元权益的基金必须登记
- 《1940年投资公司法》
  ○ 对冲基金享有第3款c第1条和第7条豁免
    ■ 第3款c第1条
      – 不超过100名投资者
      – 特许投资者
      – 合格客户（净财富在150万美元以上的自然人）
    ■ 第3款c第7条
      – 小于500名投资者（如果大于500名，则必须注册）
      – 合格购买者（流动净财富在500万美元以上的自然人）
- 《1940年投资顾问法》
  ○ 要求投资顾问在美国证券交易委员会注册
    ■ 管理资产额小于2 500万美元的：州政府注册
    ■ 管理资产额大于2 500万、小于3 000万美元的：美国证券交易委员会或州政府注册
    ■ 管理资产额大于3 000万美元：美国证券交易委员会注册
  ○ 第203款b第3条为12个月内客户少于15位的投资顾问提供豁免
- 2009年可能提出的新监管立法
  ○《2009年对冲基金透明度法》（适用于管理资产额在5 000万美元以上基金）
    ■ 将会扩大关于“投资公司”的定义，这将会影响第3款c第1条和第7条豁免
    ■ 需要反洗钱程序
    ■ 对于未注册的投资顾问，如果第3款c第1条和第7条豁免不再适用于他们的基金，即使他们拥有不超过15位客户，可能仍然需要注册
  ○《2009年对冲基金顾问注册法》：这将修订《1940年投资顾问法》并且删除“小于15名客户则豁免”的规则

资料来源：Mallon P. C.；Morrison & Foerster LLP.

在美国和英国，对冲基金市场的监管力度历来很小，但是欧洲大陆的官员们却积极倡导加强监管。例如，2007年5月，德国在八国集团会议上，试图说服其他国家同意一个关于对冲基金行业的行为守则。尽管这八个国家最终没能就行业标准达成一致，然而德国仍继续推广其有关对冲基金监管的更加标准化的全球框架。一部分对冲基金管理人已经表达了对于对冲基金需要更多监管的认同，这表明了他们对于低力度的或非标准化的监管可能会妨碍新增投资进入对冲基金的担忧。

其他监管方法

监管者主要担心以下三个问题：

（1）对冲基金欺骗投资者的可能性：为解决这个问题，监管者试图尝试把允许投资对冲基金

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

的投资者种类限制于能够进行自我评价（或雇用他人对自己进行评价）的成熟投资者。

（2）对冲基金利用内幕信息进行交易：为解决这个问题，监管者一般运用他们在处理涉及市场欺诈的其他投资公司的方法。

（3）由金融系统，或者更宽泛地说，由经济引发的对冲基金的不稳定性：为解决这个问题，监管者主要关注及时、准确的抵押品估值和对冲基金的整体债务水平（并通过针对可以直接监管的银行推出更严厉的贷款标准来限制）。

然而，尽管是共同关注的问题，各国还是采取了不同的监管方法。比如，葡萄牙对衍生品的使用是严格控制的，但法国的监管却相对宽松，更倾向于控制杠杆。法国监管机构一直非常关注对冲基金在试图推动公司同意接管竞购时潜在的串通。在俄罗斯，监管力度远大于其他八国集团国家。英国监管机构和美国基本一致，不同的是英国对补充条款的规定更严格，以致力于避免偏袒某些投资者。

对于许多国家而言，最好的答案是自律。一个名为另类投资管理协会（AIMA）的组织出版了一本指南，以健全对冲基金估值的实际操作。其中涉及了聘请独立估值服务提供商，多个价格来源的使用，对冲基金管理人确定基金净值所涉及重大事项的披露。

随着越来越多的对冲基金成为上市公司，使得任何投资者都可以投资它们的股票（例如，美国的奥奇－齐夫资本管理公司和英国的曼氏集团），对冲基金监管放任的态度，可能会受到压力。由于许多不太成熟的投资者通过投资上市对冲基金的股票，持有了对冲基金风险暴露，使得监管机构感受到了对监管施加的压力。这种关注的好处在于，通过提交监管机构规定的首次公开发行资料，对冲基金已经像公众公司一样，受到额外的监管。

14.4 组织结构

对冲基金的组织结构一般被设计为如何最大限度地减少税收和监管限制。图 14-3 展示了一个典型的对冲基金合伙结构。

14.4.1 注册地

许多对冲基金都是离岸注册的。主要的离岸注册地包括：开曼群岛（55%）、英属维尔京群岛（15%）和百慕大（10%）。对冲基金的在岸注册主要在美国（65%，大部分在特拉华州）和欧洲（31%）。注册地的选择主要基于税收和基金投资人的监管环境。通过离岸注册，对冲基金可以逃避投资组合增值的税收。但是，基金投资者仍然需要支付基金投资获利的个人所得税。此外，对冲基金管理人需支付管理费的税收。

14.4.2 法律实体

对冲基金通常面向美国的应税投资者采取有限合伙制形式。有限合伙制中的普通合伙人通常是对冲基金的投资管理人，投资者通常是有限合伙人。非美国实体的离岸投资者和免税的美国实体（如养老金），通过一个独立的离岸载体进行投资。离岸基金和在岸基金通常投资于一个主从

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

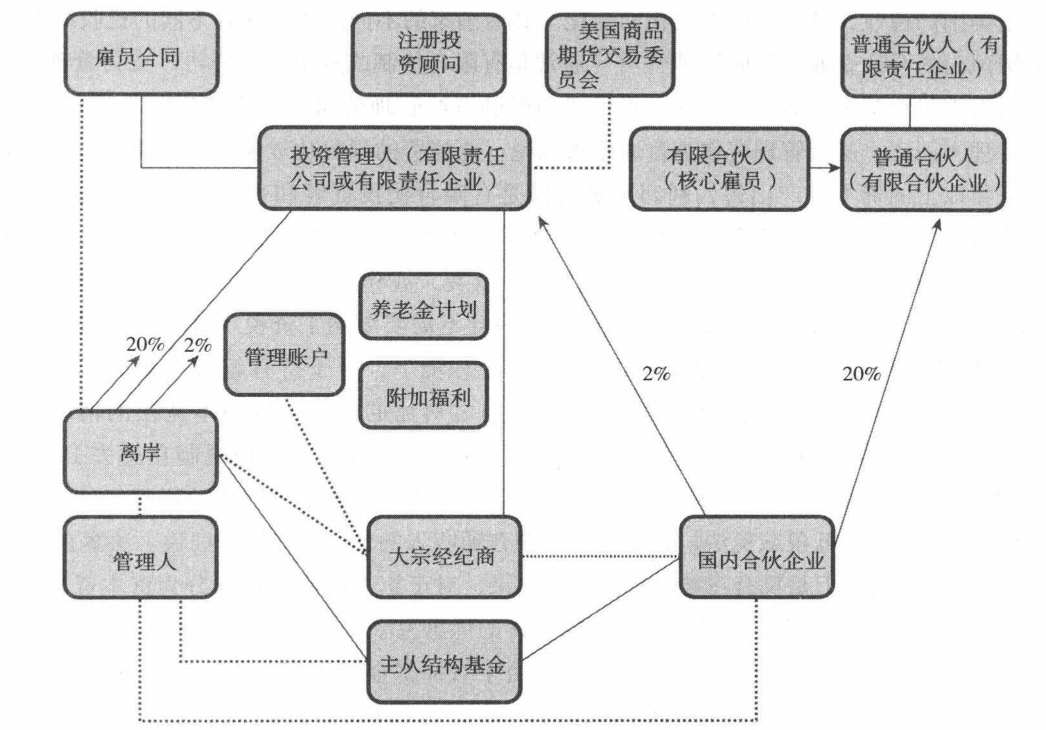


图 14-3 对冲基金的合伙结构

资料来源：Morgan Stanley.

结构基金，然后联合投资于主基金。对冲基金的投资管理人管理主基金的资产。这样的结构可以使得离岸和在岸投资者获得最大的税收优惠和最少的监管，同时也使基金管理人能够统一管理所投资基金。对冲基金的投资管理人不会保留主基金的收益。通过合理设计，这种结构可以避免投资者重复纳税，还可以使得免税的投资者参与同应税投资者相同的投资管理池。

为了获得最优的法律结构，对冲基金会聘请会计师、律师、审计员、一位行政主管（负责完成报告、安排基金发行和赎回等事项）、一个独立资产评估方（评估基金资产净值）和一个大宗经纪商（出借资金和股份、作为衍生品交易对手、提供交易执行、清算及结算服务）。

14.4.3 开放式基金

对冲基金是典型的开放式基金。开放式基金可以定期地以等于每份基金资产净值的价格向新的投资者发行份额。投资者也可以在赎回期限内赎回基金份额，基金份额通常是不交易的，基金收益在赎回之前通常也是不分配的。相反，封闭式基金定期分配利润并且可以交易。

14.4.4 税收

美国的对冲基金采取合伙制形式。这些基金的投资者都是拥有大量财富的个人，普通合伙人则既是基金的投资者又是基金管理人。相反，在各地注册的离岸基金，包括开曼群岛和百慕大，组织形式是有限存续公司或者非转手载体。离岸基金配置一个投资顾问（拥有基金份额）。这部

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

分只讨论美国的税收，其受法律的变化而变化。其他国家的不同法律会导致不同的税收结果。

美国国内的合伙企业每年向管理公司（通常是有限合伙制或有限责任公司）支付管理费，向普通合伙人支付业绩费。离岸基金支付管理费和激励费给管理公司（作为普通收入征税）。对于美国的管理人而言，基金管理费作为普通收入征税，业绩费的税收比较复杂。如果基金利润来自于持有一年以上的资本资产出售，利润则被看做是有限合伙投资者和普通合伙人的长期投资收益。这使得美国的有限合伙投资者支付较低的15%资本所得税，而不是最高为35%的收入所得税（及对应的各档税率）。分配给普通合伙人的业绩费，或作为未变现收益，或按照股息收入和长期投资收益纳税。此外，合作并不是经营，因此不需要缴纳工资税（作为长期投资收益的业绩费也不需要缴纳2.9%的医疗税）。所以在现今环境下，对于持有超过一年的资产，美国对冲基金管理人的业绩费缴纳的总税率在15%，与之对比的是，在税制不宽松的情况下，税率为37.9%。根据美国众议院税务委员会的一项研究表明，这样的宽松税制在过去10年减少了大约300亿美元的税收（包括私募股权投资基金，其业绩费也享受同样的税收好处）。㊀

《2008年替代性最低税减免法》规定，将按照普通收入的税率对业绩费征税。法案在2008年6月获得众议院通过，但是没有在参议院通过。结果，对于旗下的能够被划分为资本资产并且持有超过一年的资产，对冲基金仍然能够享受22.9%的优惠税率。但是在将来，国会将会取消部分或者全部这样的税收优惠。然而需要指出的是，由于对冲基金的大部分收入都是来自短期投资，任何美国税收政策的变化对对冲基金的利润只会产生很小的影响。

除了在业绩费的税收方面享受低税率外，美国的对冲基金管理人在历史上还享受在管理费相关的税收好处。然而在2008年，美国政府决定消除关于允许对冲基金递延补贴中产生的递延税收的税收优惠。这对所有的纳税人都有影响，包括对冲基金管理人。在这个法案（国内税收法典第457节）生效之前，对冲基金管理人能够通过递延管理费实现避税。只有在递延管理费及其相应产生的投资收益作为现金被基金管理人收到时才被确认为收入。在此安排下，基金管理人将每年收到的收入限制在所需开销或对外投资的范围内，其余的保存为税收递延的基础。由于新的税收法案，2008年成为基金管理人能够从递延获益的最后时间。

习题

1. 对冲基金的哪两个核心活动可以增加或减少增量风险？
2. 请解释对冲基金对投资银行的重要性，包括收入、经营类型和与哪个部门关系密切。另外，对冲基金在投资银行哪个领域与其存在竞争关系？
3. 假设一只对冲基金管理人以20%的保证金购买了1 500万美元的ABC股份。允许的最大杠杆率为4.0倍。第二天，意料之外的ABC利空消息放出，以股价下跌7%收市。第三天，对冲基金的大宗经纪商通知基金管理人，杠杆需要下调到3.0倍。那么第三天结束时，为了符合下调杠杆的要求，对冲基金中还剩下多少股ABC股份？

㊀ Committee on Taxation. "Estimated Revenue Effects of H. R. 6275, The 'Alternative Minimum Tax Relief Act Of 2008,' Scheduled for Markup by the Committee on Ways and Means on June 18, 2008" (JCX-51-08) (2008).

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

假设对冲基金卖出股份不会导致 ABC 股价下跌。

4. 在对冲基金领域中，哪两个关键的制衡机制会帮助管理增量风险?
5. 在过去的 30 年中，哪些重要的市场事件引起了人们对于系统风险的关注?
6. 基于当前监管环境，即使美国的一只对冲基金在 1940 年法案的条件下可以豁免注册，它必须遵守什么类型的监管?
7. 在当前美国法律下，一只基金（及其投资者）在什么情况下需要到美国证券交易委员会注册?

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 15 章　对冲基金的挑战与业绩

15.1　对冲基金的业绩

2008 年是对冲基金业的分水岭。对冲基金的管理资产额下降到了前所未有的水平，管理资产以获得绝对收益（正收益）的理念也因为巨额亏损而在某种程度上受到质疑（见表 15-1）。由于这些巨额损失，投资者资金赎回大幅增加。资金赎回，加上资产价值的减少，导致了对冲基金的管理资产额从 2007 年年底约 1.9 万亿美元下降到 2008 年年底略超过 1.4 万亿美元，下降了大约 25%。2008 年的问题部分源于过多的对冲基金买入了相同的资产。随着市场下跌，许多基金卖出这些相同的资产以获取流动性，推动价格跌得更低。当权益市场下跌造成最低权益配置基准被打破时，某些机构对现金的需求又加重了这一问题，同时进一步触发了从对冲基金赎回现金转而直接投资于权益工具的需求。

表 15-1　对冲基金业惨淡的一年　（%）

HFRI 指数	2008 年收益率
HFRI 基金加权综合指数	-19.0
HFRI 可转换套利基金指数	-33.7
HFRI 困境/重组基金指数	-25.2
HFRI 权益对冲基金指数	-26.6
HFRI 权益市场中性策略基金指数	-6.0
HFRI 事件驱动基金指数	-22.1
HFRI 宏观策略基金指数	4.8
HFRI 并购套利基金指数	-5.0
HFRI 相对价值套利基金指数	-18.0

投资于俄罗斯和中国的对冲基金，尽管在过去几年提供了丰厚利润，但在 2008 年业绩惨淡，年度损失达 70% ~90%。与此损失形成鲜明对比的是少数对冲基金，如看空有毒住房抵押贷款相关证券的保尔森增强优势基金，2008 年的收益率超过 35%。

由对冲基金研究公司（HFR）跟踪的基金加权综合指数在 2008 年下跌了 19.0%，与之相比同期标准普尔 500 指数（加上股息）下跌了 38.5%。因此，尽管对冲基金损失惨重，但其表现仍

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

然显著强于权益市场。2008 年仅仅是 1990 年以来对冲基金取得负收益的第二个年头。如图 15-1所示，2008 年对冲基金业规模减小约 2/3 源于业绩不佳。剩下的 1/3 源于投资者的资金赎回。更大范围的资产多样化配置框架下运作的对冲基金中的基金，比普通对冲基金收益率更差，年度损失达到 21.3%。新兴市场基金和许多其他类型基金同样业绩不佳。除了极少数例外，无论采取何种投资策略，大部分对冲基金该年收益都是负的（见图 15-2）。然而，尽管整体业绩不佳，需要再次重新强调的是，对冲基金（无论是总体还是各种主要投资策略）均跑赢了大盘。

对冲基金业资产组合增值和新增净投资资产，2001～2009年第一季度，单位：10亿美元

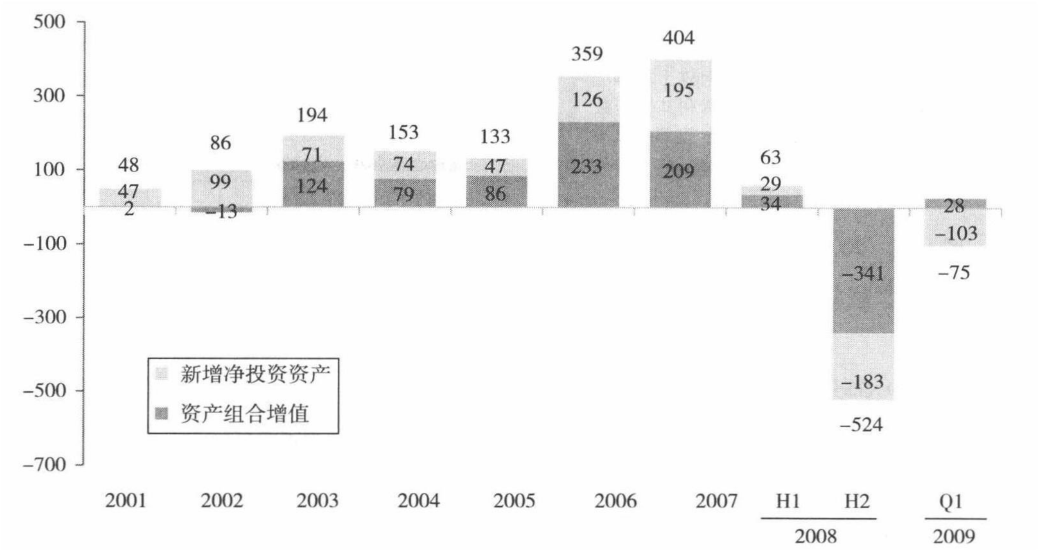


图 15-1 2008 年对冲基金业规模减小 2/3 源于业绩不佳

注：由于四舍五入数值略有出入。

资料来源：McKinsey Global Institute；Hedge Fund Research，Inc.

2009 年，对冲基金重获发展动力，并以正收益结束上半年征战。与同期标准普尔 500 指数 1.8% 的升幅相比，对冲基金加权综合指数上涨幅度在 6 月末达到了 9.5%。2008 年业绩最糟糕的几种投资策略在 2009 年上半年展现了最强劲的增长。2008 年下跌 37% 的新兴市场基金，2009 年 6 月末上涨了 20%。类似地，2008 年下跌 33% 的可转换套利基金，2009 年上半年取得了上涨 29% 的骄人业绩。图 15-2 和图 15-3 是这两年基金收益的对比。然而，尽管涨势强劲，但整个对冲基金业仍然处于其 2007 年 10 月全盛期时的基准水平之下。根据对冲基金研究公司 2009 年 6 月 30 日的观点，其基金加权综合指数要再上涨 14.7% 才能达到前期高点。

尽管在 2008 年业绩抢眼，专注于做空价值高估公司的基金在 2009 年上半年的收益率却最差。事实上，从更长的投资期限角度来看，这类资金为投资人所提供的价值增值却少得惊人（见图 15-4）。1990～2008 年，对冲基金研究公司的卖空策略基金指数的年复合收益率仅为 2.8%。与之相比，这一时期的标准普尔 500 指数和对冲基金综合指数的年复合收益率分别为 5.2% 和 11.8%。这一时期专注于宏观策略的对冲基金业绩尤为突出，为投资者提供的年复合收益率高达 14.4%。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

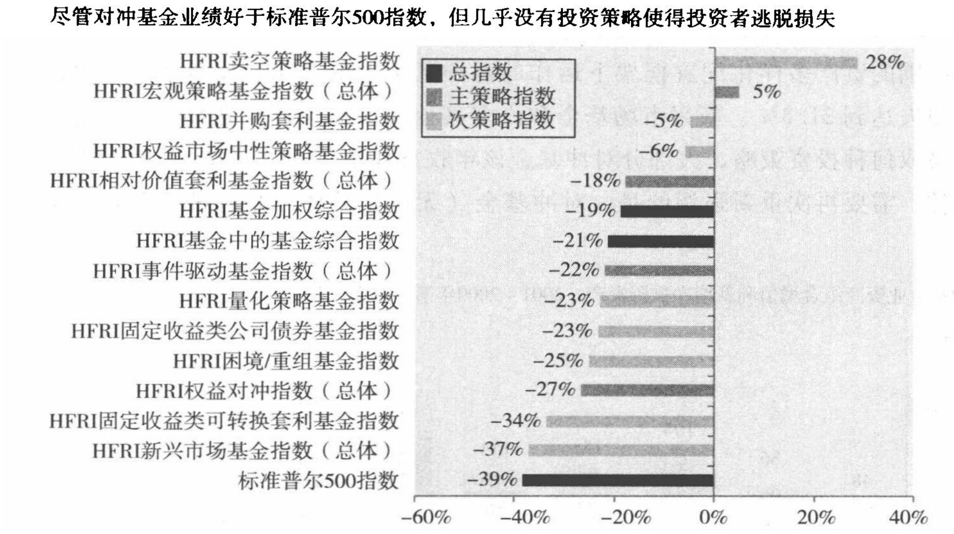


图 15-2 2008 年标准普尔 500 指数、对冲基金、基金中的基金和部分策略基金的收益率

资料来源：Hedge Fund Research, Inc.

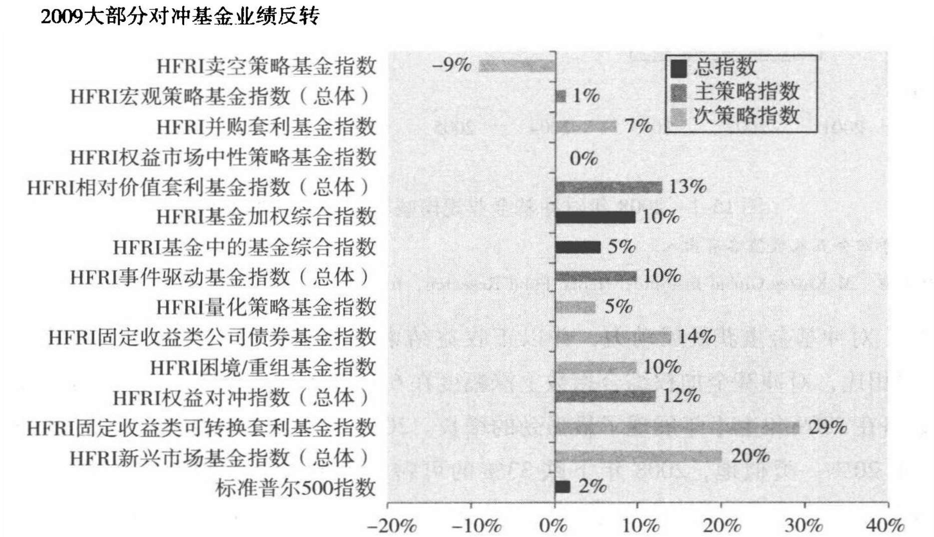


图 15-3 2009 年截至 6 月标准普尔 500 指数、对冲基金、基金中的基金和部分策略基金的收益率

资料来源：Hedge Fund Research, Inc.

从业绩在前十分位数和后十分位数上的对冲基金来看，2008 年的极端市场波动导致对冲基金研究公司记录数据以来最为显著的收益率离差。2008 年年底，业绩前十分位数和后十分位数中值收益的离差为 93%，而此前 6 年的平均离差为 51%（见图 15-5）。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

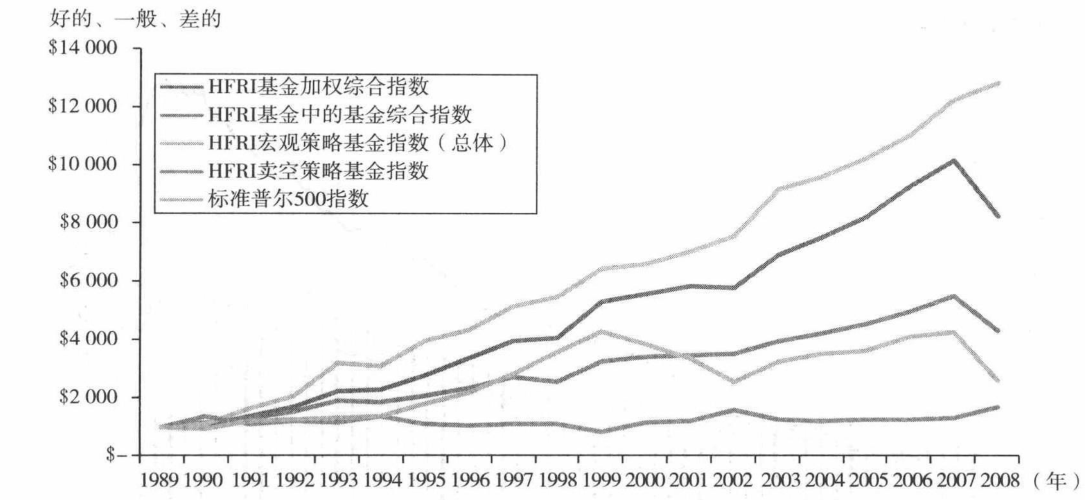


图 15-4　1990 年 1 月 1 日投资 1 000 美元的价值

资料来源：Hedge Fund Research，Inc.

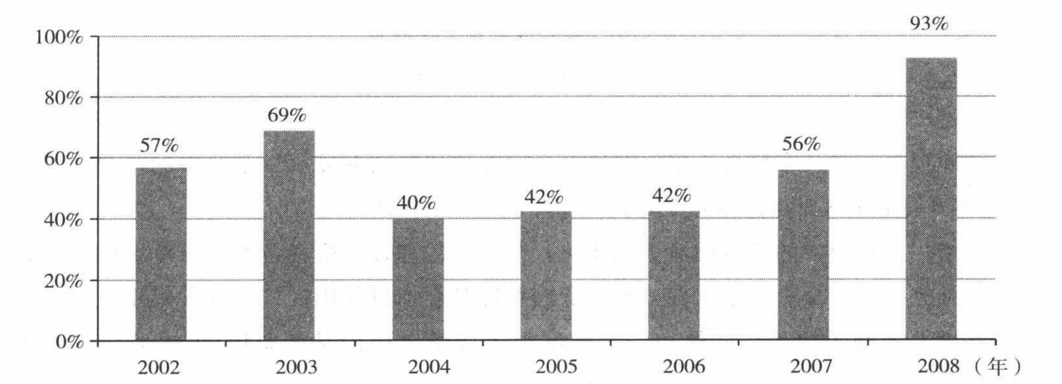


图 15-5　2002～2008 年前十分位数和后十分位数中值基金业绩离差①

① 离差通过业绩前十分位数和后十分位数中值基金的业绩差得到。

资料来源：Hedge Fund Rsearch，Inc.

最后，基金管理人从业时间长短是否能预示基金预期收益率的分析得出了一个有趣的结果。在比较新管理人（运作基金时间少于 24 个月）和老管理人的业绩时，即使有所回调，但新管理人还是持续胜出（见图 15-6）。

15.2　基金中的基金

随着伯纳德·麦道夫基金的投资者所遭受的数十亿美元损失的披露，2008 年黯然落幕。尽管麦道夫并不是一位对冲基金经理，仍有许多为投资者配置对冲基金的基金中的基金也通过支线基金将资金配置在麦道夫基金。这引发了对基金中的基金尽职调查质量的担忧。随后发生的基金中的基金信任危机导致许多投资者从基金中的基金赎回资金，继而引起对冲基金的资金赎回。

基金中的基金长期以来销售的卖点在于其能够提供三个关键好处：多样化投资、有机会投资抢手的基金管理人、尽职调查。从许多投资者的角度而言，金融危机削弱了前两项好处。麦道夫

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

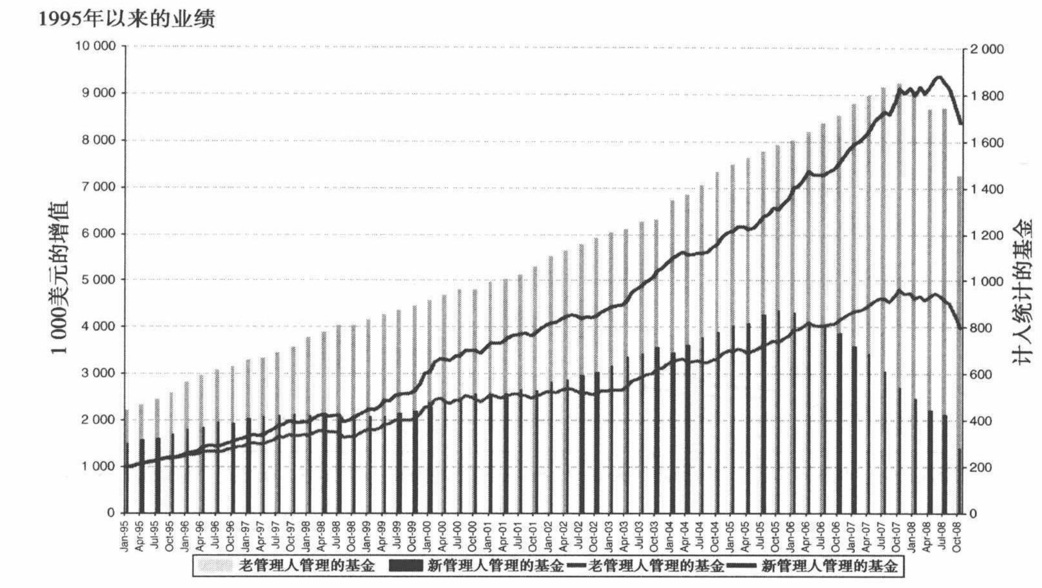


图 15-6 新管理人和老管理人

注：Jan 代表 1 月，Apr 代表 4 月，Jul 代表 7 月，Oct 代表 10 月。

资料来源：Hedge Fund Research，Inc.

丑闻则极大地损害了第三个好处。根据对冲基金研究公司的数据显示，基金中的基金的管理资产额从 2008 年 6 月底的 8 260 亿美元下降到当年年底的 5 930 亿美元。

杠杆的使用让基金中的基金困境更加恶化。基金中的基金在投资各类对冲基金的时候，往往借入资金以补充投资资金。由于大部分被投资的对冲基金本身使用杠杆，这种双重杠杆在标的基金损失的基础上加剧了损失。杠杆在一定程度上造成基金中的基金 2008 年的平均损失达到了 21%，与之相比同期对冲基金平均损失为 19%。

随着债权人收紧信贷，基金中的基金被迫抛售资产，无形中给对冲基金和市场施加了更多压力。因此，2008 年许多高质量对冲基金清偿或冻结赎回，严重创伤了投资者底线，并引发了一些不择手段到处（甚至从产生正收益的对冲基金）寻求流动性的投资者的额外赎回要求。

15.3 绝对收益

从历史来看，许多投资者已将对冲基金视为一种能产生绝对收益的投资类别，能运用复杂的对冲工具并能实现全球化资产的多样性配置（既能买入也能卖空）。然而，2007 年、2008 年的金融危机迫使投资者重新评估这一观点。尽管对冲基金的灵活性和技巧性能使其免遭与总体市场同等幅度的损失，但也清楚地表明获得持续正收益的理念是不切实际的。面对极端市场的威胁，对冲基金随相对收益投资一起顺流而下（虽然速度较慢）。

对冲基金产生负收益的 2008 年正值对冲基金将其投资者扩展到更大范围的机构投资者之际，这些投资者正是为绝对收益理念而来。目睹对冲基金资产减值的现实，新进入的投资者对对冲基金到底能带来什么越来越持怀疑态度，并减少了在这一投资类别上的资金配置。与此同时，许多

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

其他投资者基于流动性考虑也开始赎回资金。由此产生的资产外流导致部分对冲基金几近崩溃。资金赎回的同时正值一些对冲基金刚刚开始投资低流动性资产。实际上，这些对冲基金已经开始和私募股权投资基金争夺长期性资产。不幸的是，由于对冲基金通常只有 2 年或更短的锁定期（私募股权投资基金通常有 10 年或者更长的锁定期），突如其来的资金赎回迫使对冲基金不得不以超低价卖出流动性资产，这加剧了其损失，并造成在某些情况下需要关闭基金。

对冲基金以绝对收益基金的身份进行销售正变得越来越困难。相反，它们不得不把重点放在提供投资多样性这一关键点上。换句话讲，它们如今越来越被看做是相对收益基金，但鉴于广泛的投资标的和使用的对冲工具，仍然能在糟糕的市场中应用局部有效机制。在低迷市场，许多对冲基金不能产生正收益，但正如 2008 年证明的，大部分对冲基金的业绩强于其他类别的基金，因为它们制造“多样化贝塔”。这一术语由总部设在瑞士的另类资产管理人合众集团（Partners Group）定义为“大范围收益分布的多样化投资驱动了单个标的风险的投资风险均衡”。

15.4 重新审视优势

从历史上看，对冲基金管理人所宣扬的能为投资者带来的优势有：

（1）诱人的风险调整后收益，专注于正收益、低波动和资本保值。

（2）与权益市场和债务市场的低相关性。

（3）多头空头的投资灵活性，使用多样化投资工具，投资于结构性效率低下的细分市场和较小规模的资产池。

（4）专注于有价证券。

（5）结构化优势，包括基于业绩的费用（专注业绩而非资产规模），管理人自身的投资（利益一致性）和吸引“最好、最出色”人才的能力。

在市场混乱的 2007 年和 2008 年，对这些优势的分析揭示出关于对冲基金的以下内容：

（1）在市场混乱时期获取正（绝对）收益成为非常困难的目标。

（2）在市场混乱时期与权益市场和债务市场的低相关性很难实现。

（3）投资灵活性仍然是对冲基金的主要优势之一。

（4）有些对冲基金已经投资部分非有价证券，造成资产存续期与投资者资金赎回要求之间的不匹配。

（5）结构性优势依旧存在，包括基于业绩的费用和利益一致性。

15.5 透明度

对冲基金投资者以往从未要求从基金管理人处获得充分的投资信息。然而，许多投资者如今正在努力争取更高的透明度。投资者对于透明度将会持续施加压力，但一些管理人回绝的反应也是基于担心投资策略的公开将会使竞争者获利、并最终导致套利机会的消失。

基金管理人一般都愿意提供管理资产额、损益来源、关键投资主题、新产品设计和人事等管理流程透明度。此外，风险透明度通常通过信用风险暴露、波动性风险暴露、多头空头头寸比

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

例、杠杆、关注区域、资产组合集中度、关注行业和关注市值等提供。然而，对冲基金管理人将试图保持具体的投资策略、理念和空头头寸秘而不宣。因此，投资者必须判断整体透明度是否充分提供了投资对冲基金相关的风险和优势。

15.6 费用

由于2008年行业业绩不佳，一些对冲基金准备下调费用。比如，文艺复兴科技公司（全球最大和最成功的对冲基金之一），取消了旗下文艺复兴机构期货基金2009年度的所有管理费。此外，该基金同意不收取任何业绩费直到弥补2008年的12%损失。其他基金，包括高桥资本，推出了更低费用以换取更长锁定期的新型基金份额类别。

2008年年底，在经历了亏损的1年后，堡垒投资集团退回了之前收取的3亿美元费用。其他公司也退回了管理费并承诺在达到高水位线之前不收取任何业绩费用。大部分基金的费用削减主要来自于业绩费而不是管理费。因此，1%～2%的管理费仍是正常现象。对冲基金主张，业绩不佳可以免去业绩费，但管理费对于基金的正常运作不可或缺。

15.7 高水位线

对冲基金高水位线条款是一种实施机制，用来确保基金管理人在基金产生负收益时不收取业绩费。高水位线是“累积亏损账户”的通俗化说法。累积亏损账户在任何业绩考察期（月度、季度、年度，由公司决定）期初初值为零，每期进行净损失登记。专栏15-1显示了高水位线的一个计算实例。

专栏15-1 高水位线实例

以下是一个累计亏损账户和高水位线计算的应用机制实例：

对冲基金净值（2006年1月1日）：1 000 000美元

对冲基金净值（2006年12月31日）：1 200 000美元（扣掉管理费在内所有费用后）

收益：200 000美元

业绩费：40 000美元［200 000美元的20%］

累计亏损账户：0美元

对冲基金净值（2007年1月1日）：1 160 000美元

对冲基金净值（2007年12月31日）：1 000 000美元（扣掉管理费在内所有费用后）

收益：（160 000美元）

业绩费用：0美元

累计亏损账户：160 000美元

对冲基金净值（2008年1月1日）：1 000 000美元

对冲基金净值（2008年12月31日）：1 100 000美元（扣掉管理费在内所有费用后）

收益：100 000美元

业绩费：0美元

累计亏损账户：60 000美元

对冲基金净值（2009年1月1日）：1 100 000美元

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

对冲基金净值（2009年12月31日）：1 300 000美元（扣掉管理费在内所有费用后）

收益：200 000美元

业绩：28 000美元［140 000的20%］

累计损失账户：0美元

高水位线概念在理论上与许多私募股权投资基金的“回拨”类似，其目的是确保管理人不会因为不尽如人意的业绩而获得额外的奖励。然而，高水位线与之完全不同，其本质上是预期的（而回拨本质上是针对过去的）。高水位线是建立在持续增长的基础上，因此对冲基金管理人在获得业绩费前，需要将基金账户不断地提高到更高的高水位线。

由于高水位线的应用，2008年因为亏损，据估计只有10%的对冲基金收取了业绩费。这对许多基金产生了显著的薪酬压力，因为他们收取的管理费不能满足业务正常运转需要，继而导致人员编制和办公空间的显著缩减。

设计高水位线的目的是防止基金管理人在相同收益基础上重复收取业绩费，从而使投资者受益。然而，高水位线也对对冲基金管理人产生了一个不合理的激励：要么承担额外风险获取足够高的收益以消除累积亏损账户从而获得业绩费，要么关闭基金另外新设一个。两种行为都可能对投资者造成损害，迫使他们要么在不适当的时候赎回，要么在潜在的高风险下继续他们的投资。如果对冲基金管理人关闭基金，投资者可能承受巨额的损失，因为资产将以超低价甩卖。然而，继续投资于潜在风险很高的基金可能也不符合投资者的最佳利益。此外，资金赎回并投资给另外的基金管理人可能仍会将投资者置于同样的高水位线问题中。

于是在某些情况下，这一难题可能会使投资者考虑调整高水位线。对标准的对冲基金高水位线的一个替代方案是“调整后高水位线”：按目前基金级别重设高水位线，以协调各方的利益，在几年的业绩期内分摊亏损以获得适度的业绩费，或对高水位线进行滚动展期。

调整后高水位线使基金管理人继续管理基金，并减少其承担过多风险的激励，从而为投资者创造价值。作为补偿，一些对冲基金管理人可能愿意接受较低的业绩费。

15.8 寻找收益

对冲基金历来与基于“阿尔法”的收益相联系，这一收益独立于市场状况，但是，对冲基金越来越多地参与到传统基金的投资活动中。为了差异化，对冲基金不得不在新市场中寻找新的收益来源。这一寻找行动已将它们推入到流动性较差的投资中，包括私募股权投资和其他形式的私募交易。这一活动拓展了其投资范围，需要更长的锁定期，并产生了雇用具有长期投资技能的新投资经理的需求。对冲基金已经成为杠杆性银行贷款、夹层融资、保险联接证券和杠杆收购交易的积极参与者。换句话说，为了寻找阿尔法收益，对冲基金已经明显开始从短期流动性资产交易往长期低流动性资产交易转移。

15.9 未来趋势

2007～2009年，对冲基金遭受重创：赎回造成收入损失，被迫贱卖资产加剧损失，收取的费

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

用因业绩不佳严重萎缩，监管者加强监管并增加税收，投资者越来越关心对冲基金模型。因此，许多显著的、持续性趋势已经出现了：

（1）对冲基金进行杠杆融资的途径越来越受限，这尤其影响可转换证券套利、固定收益套利和量化套利的投资策略。

（2）由于投资者要求更高的透明度和流动性，投资策略保密的能力已经大大降低。亏损、门和欺诈迫使对冲基金的活动变得更加开放、更愿意与投资者分享他们的业务细节和相关风险。

（3）费用已从典型的2/20模式转变为更低的费用模式，允许更多收益归属投资者，并对低收益状况予以承认。

（4）阿尔法的下降有据可查，并且许多对冲基金已然被视为在创造多样化贝塔，而不是从市场失效中寻找显著收益。这仍然代表着增值，但想把它们与经营状况良好的传统基金明确划分变得越来越难。

（5）对冲基金可能会受到更多的监管约束，这在一定程度上限制其灵活性，尤其是权益多头/空头、事件驱动和其他权益关联策略基金。

（6）不太有利的税收环境将导致对冲基金管理人所获得的税后报酬减少。

（7）随着对冲基金为适应新的市场现实进行调整，开发了更长锁定期安排以更好地匹配投资标的期限。这反过来又促使其扩大长期投资活动以充分享有长期资本可以获得的高额收益。

（8）权力的平衡已从普通合伙人转向有限合伙人。其结果是，有限合伙人已成功获得了更好的透明度、更高的流动性（或与资产的更好匹配）以及上面描述的其他好处。

15.10 业务的融合

对冲基金、私募股权投资基金和投资银行相互竞争，同时又互为收入的主要来源。三个行业中的最大参与者都在这三个领域进行经营活动。比如，高盛拥有业界领先的投资银行业务，为企业、市政客户和私募股权投资机构提供并购和承销服务。高盛也拥有业界领先的销售和交易业务，为机构和个人投资者，包括对冲基金提供交易和融资服务。实际上，私募股权投资基金和对冲基金分别是高盛投资银行部和交易部两个最重要的客户。此外，高盛也在自营交易平台和资产管理部经营着全球最大之一的对冲基金业务。最后，高盛在其直接投资部门和资产管理部经营着全球最大之一的私募股权投资业务（见图15-7）。因此，高盛不只是对冲基金和私募股权投资基金重要的服务提供商，同时也是最主要的竞争对手之一。

堡垒投资集团是一家全球性的另类投资和资产管理机构，2007年在美国成功首次公开发行。其投资范围遍布对冲基金、私募股权投资基金和房地产领域。它也积极利用投资银行业务去发现私募股权投资机会、金融投资并为其对冲基金投资平台购买、出售、借入证券（见图15-8）。

博龙资本管理在不良债务相关的对冲基金基础上，开创了意义非凡的投资事业。这一经验为理解长期投资奠定了基础，因为它的很多早期不良债务投资都通过破产法院转为权益投资。因此，除了其对冲基金投资，博龙已经成为全球最大的私募股权投资基金之一（见图15-9和案例“博龙和美国汽车工业”）。

图15-7概括了高盛与对冲基金、私募股权投资和另类投资相关的业务模块。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

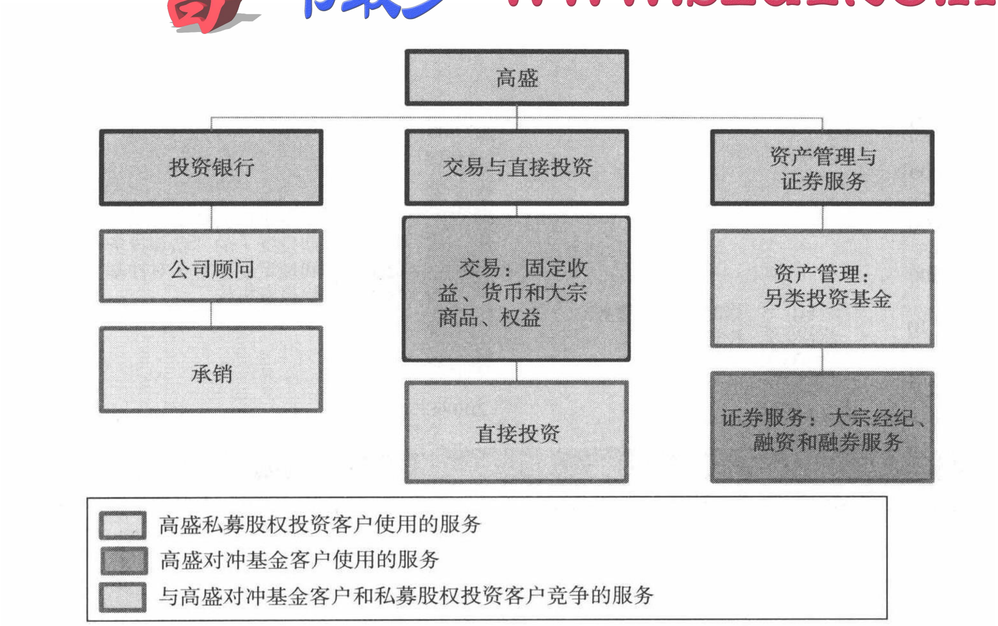


图 15-7 高盛

资料来源：Based on Goldman Sachs 2008 10-K.

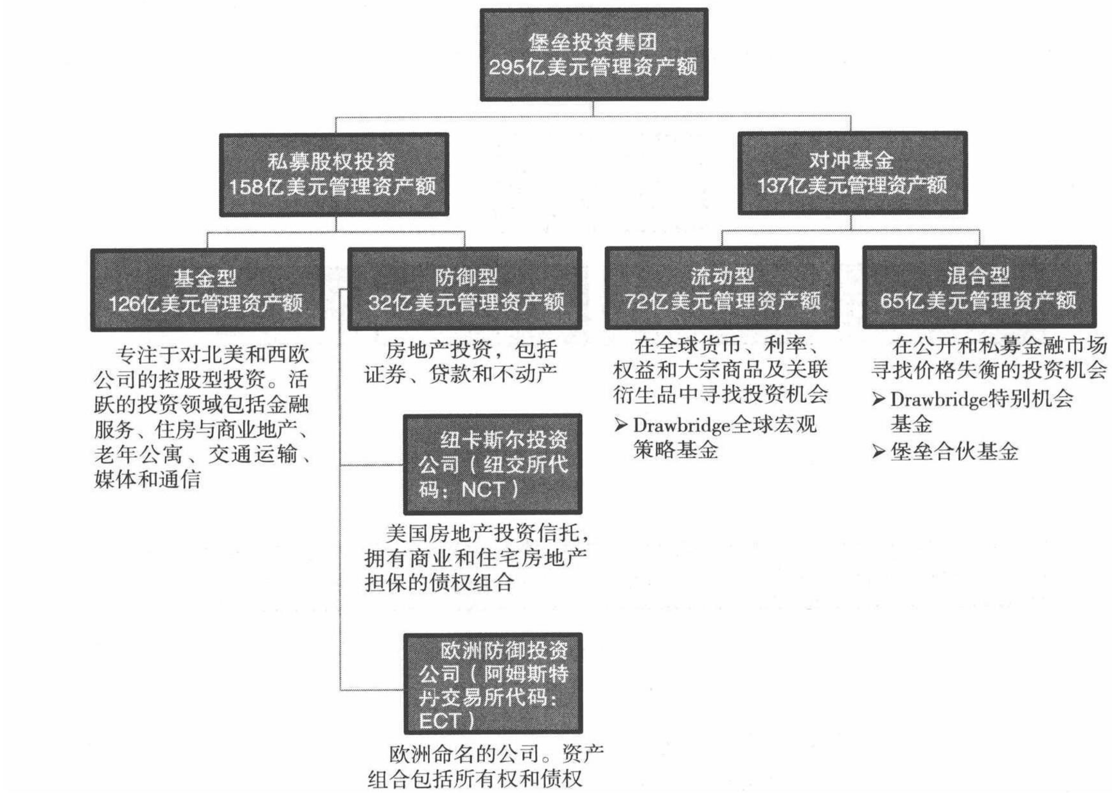


图 15-8 堡垒投资集团业务概览

资料来源：Based on Fortress Investment Group LLC 2008 10-K.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

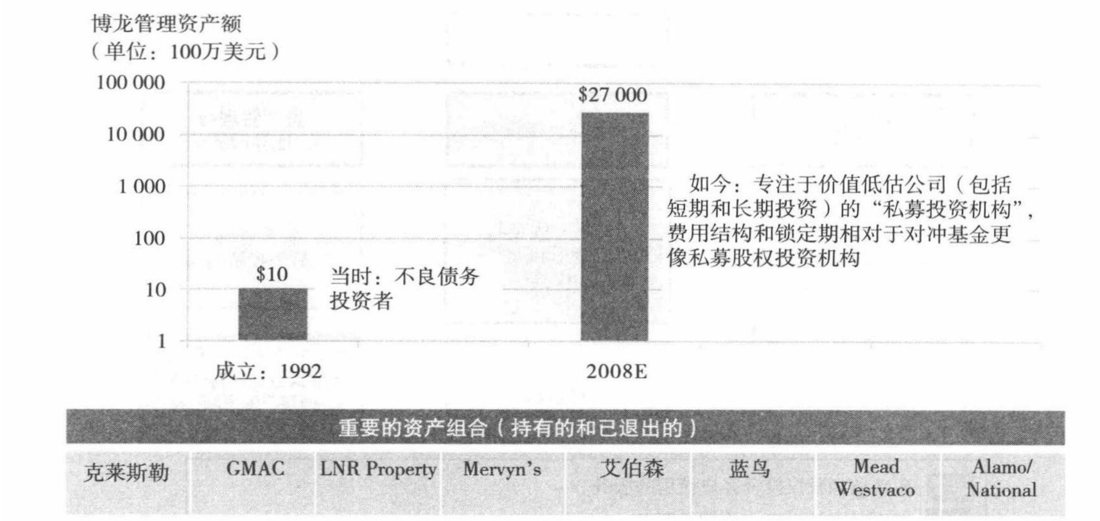


图 15-9 博龙资本管理概览

资料来源：Press reports；Thornton，Emily et al. “What's Bigger Than Cisco，Coke or McDonald's?” BusinessWeek 3 Oct. 2005.

黑石集团由两位前投资银行家皮特·佩特森和斯蒂芬·施瓦兹曼创立。这家另类投资机构专注于私募股权投资、对冲基金投资和房地产投资。此外，黑石还提供并购顾问，直接与投资银行展开竞争（见图 15-10）。

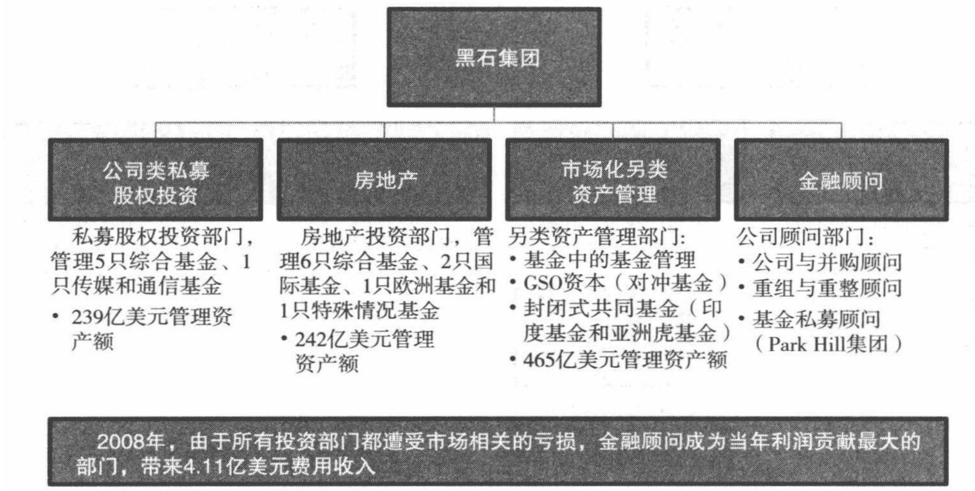


图 15-10 黑石集团概览

资料来源：Based on the Blackstone Group 2008 10-K.

城堡投资集团是一家另类资产管理机构，主要专注于对冲基金投资，但其投资组合已超出传统对冲基金的领域。城堡投资集团还开展了大型对冲基金管理业务，为其他对冲基金提供证券借贷、报告和管理服务，从而与大型投资银行的大宗经纪业务展开竞争。此外，2009 年 5 月城堡投资集团设立投资银行顾问部门后，就将其业务扩充到交易为基础的传统业务之外。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

一些最大的对冲基金也提供投资银行服务和投资于私募股权投资资产。投资银行管理的基金也已成为世界上最大的对冲基金。私募股权投资基金正在发展对冲基金投资业务，并提供投资银行服务。因此，对冲基金、私募股权投资和投资银行的融合已经开始，并且这一趋势在未来会加速。

习题

1. 描述对冲基金的关键特征和优势。
2. 2008年，老基金管理人和新基金管理人的业绩差异很大。解释产生这个现象的原因。
3. 图15-2和图15-3所示的众多投资策略中，若要获得绝对收益的话，哪种投资策略是最有可能取得成功的?
4. 假定一名投资者投资了基金中的基金。基金中的基金本身有2倍杠杆。现在假定基金中的基金将所有资金投资给10只对冲基金，每只对冲基金保证金率为25%，杠杆率为4.0。那么，当每只对冲基金的投资组合价值下降5%时，投资者的资金将会减少多少(用百分比表示)?
5. 假定两只对冲基金拥有相同的规模和赢利能力，对于“活跃交易”和“活跃投资”两只基金，你认为哪只基金承担的赋税义务会更多?
6. 对冲基金“阿尔法贝塔”的资产净值为100万美元，2006年1月1日累计亏损账户的余额为零。假定阿尔法贝塔的年均业绩（净管理费收入）符合瑞信/特里蒙特对冲基金指数（Credit Suisse/Tremont hedge fund index），如图11-9所示。阿尔法贝塔收取20%的业绩费。按照2007年的高水位线，对冲基金在2009年至少需要实现多少收益，才能收取业绩费用?
7. 将一些大型对冲基金列为一级金融控股公司可以使其在资金、流动性和风险管理方面受到约束，这是由于对冲基金本身就可以对金融系统造成系统风险。请讨论这一说法。
8. 城堡投资集团这样的对冲基金将其业务扩展到对冲基金服务领域（如做市和基金管理），可以从中获取什么收益?

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 16 章　私募股权投资概述

广义上讲，私募股权投资（private equity，PE）包括以下几种投资方式：

（1）杠杆收购：杠杆收购（LBO）是指用少量的投资者自有资金结合大规模的债务来收购一家公司或一个业务单元的整体或者绝大部分。杠杆收购的目标通常是能产生稳定经营现金流的成熟公司。

（2）成长资本：成长资本通常是指对成熟公司的非控制性股权投资，主要用于公司的扩张或重组、为收购融资或进入新的市场，成长资本不改变公司的控制权。

（3）夹层资本：夹层资本是指对公司的次级债或优先股的投资，不获取公司的投票权。通常这些证券会附带对普通股的认股权或转股权。

（4）创业投资：创业投资是指对未成熟的非上市公司的股权投资，主要用于支持公司的起步、早期发展或业务扩张。

尽管私募股权投资可以认为包括上述四种投资方式，但通常所言的私募股权投资主要是指杠杆收购。尽管一些大的私募股权投资机构在四个领域都有参与，但创业投资、成长资本和夹层资本仍被认为是各自不同的投资策略。本章主要关注私募股权投资机构的杠杆收购活动。图 16-1 概括了私募股权投资机构管理的杠杆收购资产的增长情况。

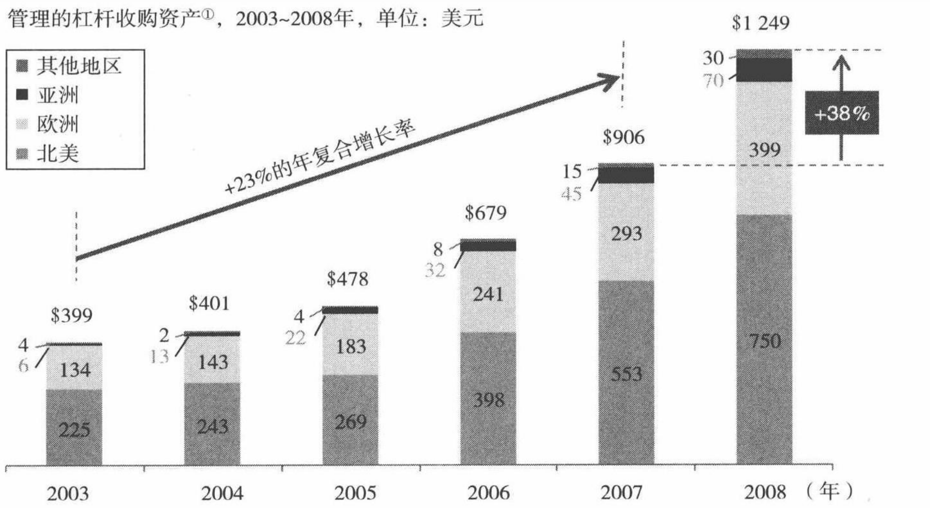


图 16-1　2008 年管理的私募股权投资资产达到 12 亿美元

① 管理资产额是指私募股权投资基金当年及之前 4 年所募集资金的加总。

资料来源：McKinsey Global Institute；Preqin.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

进行杠杆收购活动的投资机构被称为私募股权投资机构，也称为收购机构或金融发起人。金融发起人这一术语源于私募股权投资机构在杠杆收购中的角色，即杠杆收购中私募股权投资机构既要提供自有资金还要精心统筹交易的各方面，包括收购价格谈判以及在投资银行的帮助下筹集完成收购所需的债务资金。

私募股权投资机构被认为是金融投资者，因为它们在收购中不会产生协同效应。与之相对应的是战略投资者，战略投资者往往是目标公司的竞争者，它们能够从收购或兼并目标公司所产生的协同效应中受益。因此，由目标公司实施的拍卖中，战略投资者往往愿意比金融投资者支付更高的价格。然而在 2002 ~2007 年，许多情况下都是金融投资者赢得了拍卖。反托拉斯问题是一个原因，还有一个原因是金融投资者关于未来现金流的假设更加激进（基于更高杠杆率的资本结构以及更有效地管理指导），及其更有利的债务融资关系和退出方式。

16.1 私募股权投资交易的特征

私募股权投资交易的主要特征包括：

（1）在私募股权投资交易中，一家公司或一个业务单元被私募股票投资基金收购，收购资金包括担保债务和权益，来源于：养老金、保险公司、捐赠基金和基金中的基金等机构投资者，以及高净值个人、主权财富基金、对冲基金和银行。从历史来看，收购的权益投资部分一般占收购价格的 30% ~40%，剩余的差额则来自于债务融资。

（2）利用相对较高的负债水平为交易提供资金，提高了私募股权买家的权益收益率（尽管这种提高需要经过风险调整）。这些债务分为不同的等级：优先级债务，由银行提供，通常以目标公司的资产作担保；次级债务，在高收益债券市场募集，通常没有担保。

（3）如果目标公司是一家上市公司（不同于非上市公司或上市公司的一个分支），那么这家公司被收购后将会退市，这是为了以后（通常为 3 ~7 年）将其再出售，出售方式既可以选择首次公开发行也可以选择将其卖给另一个公司（也可能是另一家私募股权投资机构）。

（4）从历史来看，私募股权投资机构持有期内的目标内部收益率一直都高于 20%，而实际的内部收益率则取决于杠杆水平、目标公司现金流偿付某些债务的能力、股息支付以及最终的退出策略（内部收益率应该进行风险调整以反映较高的杠杆率）。

（5）私募股权投资基金的普通合伙人与有限合伙人共同为收购交易承诺出资。有限合伙人就是指前面提到的投资者。另外，目标公司的管理层通常也会在交易中进行投资。

16.2 私募股权投资交易的目标公司

要想保证杠杆收购交易的成功，目标公司必须能够产生大规模的稳定现金流以支付巨额债务的利息和本金，有时还需要向私募股权投资机构提供股息。如果缺乏这种能力，那么投资者就不能实现预期的收益，并且最终的退出策略也会受影响。要实现这种强健的现金流，目标公司的管理层必须做到在发展公司的同时削减成本。最佳的潜在目标公司通常有以下特征：

（1）积极且有能力的管理层：对于一家高杠杆、几乎没有犯错余地的公司，拥有一个愿意并

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

且能够经营好的管理层是至关重要。如果现有的管理层不能做到这一点，那就必须引入新的管理层。有些私募股权投资机构拥有专业的运营专家队伍，这些专家会接管或补充目标公司管理层的工作，以帮助公司创造价值并实现发展。

（2）强健稳定的现金流：私募股权投资基金需要强健而稳定的现金流以支付巨额债务所产生的利息以及到期要清偿的本金。基金事先要结合为提高收购后现金流而设计的成本节约和运营举措，来预测现金流。还要预测资本结构所能接受的经风险调整后的最大债务额，资本结构决定了要投入的自有资金以及相应的基于自有资金投资的潜在收益。预计现金流越大，就能使用越多的债务，从而权益投资就越少。权益投资越少，可能的收益率就越高。

（3）杠杆可行的资产负债表：如果一家公司已经有很高的杠杆率或者公司的债务结构是无效率的（比如说债务是不可赎回的，有很高的利息支付义务或其他不利特征），那么这家公司可能不是一个理想的目标公司。一个理想的目标公司应该有低杠杆率、高效的债务结构以及能够用以贷款担保的资产。

（4）低资本性支出：资本性支出能够带来长期投资收益，但是会占用还本付息及支付股息的现金流，理想的目标公司应该能够在资本性支出和保留现金之间取得平衡。因此，很多私募股权投资机构都不会投资高资本性支出的高科技或生物科技公司（在第 18 章中将讲到，这些投资中只有少数引人注目的例外带来了不可靠的收益机会）。

（5）高质量的资产：一家好的目标公司应该有强势的品牌和高质量的资产，但是管理不善或有未实现的增长潜力。一般而言，与基于服务的公司相比，拥有大量高质量有形资产的公司是更为理想的目标公司。因为提供服务的公司的价值主要取决于其员工及无形资产（比如知识产权和商誉），与存货、设备和建筑物等资产相比，这类资产不能为贷款提供担保价值。

（6）资产出售及成本削减：目标公司可能会有很多资产是在产生现金流过程中用不到的，比如公司可能有太多的商务飞机，或者用于招待或其他用途的非生产性房地产。私募股权投资机构关注这些不能促进现金流增长的资产，并通过出售这些资产获得资金来偿还债务。出售资产的另一个原因是为了实现多样化的目标。削减成本的能力对于创造增量价值也非常重要。有时削减成本会带来人员、招待或差旅预算费的减少。但是，对特定的目标公司，促进公司增长比削减成本更重要。

16.3 私募股权投资交易的参与方

私募股权投资交易的主要参与方包括：

（1）私募股权投资机构（如前所述，这类机构又被称为金融发起人、收购机构或杠杆收购机构）：私募股权投资机构①选择杠杆收购的目标（通常是在投资银行的协助下进行）；②谈判收购价格，筹集优先级及次级债务（通常也是在投资银行的协助下进行）；③通过一个结束性事件完成交易；④作为公司的所有者及董事会的控制成员，通过已有管理层或新的管理层经营被收购公司；⑤监督高层管理者的活动及决策；⑥做出所有的战略和财务决策；⑦决定出售公司的时机和方式（通常也是在投资银行的协助下，采取一个退出策略）。

（2）投资银行：投资银行①为私募股权投资机构介绍潜在的收购目标；②协助谈判收购价格；③通常会提供贷款（作为银团贷款的一员）和承销高收益债券；④偶尔会协助资本重组，即

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

通过承销债券或提供贷款为向私募股权投资所有者分配大量股息提供资金；⑤协助通过并购出售或首次公开发行交易完成公司的最终出售。相应地，私募股权投资基金也成为投资银行一个重要的收入来源。在 2006 年的私募股权投资热潮中，几家大的私募股权投资机构向投资银行支付了 5 亿美元的费用。

（3）投资者：机构投资者和高净值投资者是私募股权投资机构所成立基金的有限合伙人，而不是直接投资于私募股权投资机构。投资能力出色的基金中的基金也是有限合伙人。投资者要签署将他们的资金锁定 10～12 年的协议。然而按照惯例，私募股权投资机构一旦将投资通过首次公开发行或公司出售的退出策略转换成现金，就会向投资者进行分配。有限合伙人承诺随时提供资本，而不是简单的一次性预先缴付。普通合伙人在确定有投资机会（包括收购公司或通过收购或产品延伸扩张公司）时，就会发出缴款通知。因此，从有限合伙人最初承诺资本到完全缴付可能有几年的时间。

（4）管理层：目标公司的管理层会和私募股权投资基金一起投资于被收购公司的权益，这使得管理层的利益与基金的利益一致。另外，管理层通常会获得股票期权。这有效减少了代理问题，并为管理层努力工作创造大量价值提供了激励。如果管理层的管理很成功并持续到顺利退出（通常是收购后的 3～7 年），他们就能为自己创造大量财富。如果持有期出了问题或退出明显延迟了，管理层不仅将损失退出相关的大额报酬，还有可能丢掉工作。

（5）律师、会计师、税务专家及其他专业人员：在私募股权投资的各种活动中，有大量的工作需要专业人士完成，他们为私募股权投资基金和投资银行提供建议。因此，很多专业服务机构有一批主要关注或只关注私募股权投资交易的专门人员。

16.4 私募股权投资基金的结构

私募股权投资机构通常采取管理合伙企业或有限责任合伙企业的组织形式，作为数个由普通合伙人运营的私募股权投资基金（有时，包括其他另类资产投资基金）的控股机构。在最大的私募股权投资机构里可能有 20～40 名普通合伙人。这些普通合伙人自己投资于基金，同时也会向机构投资者和高净值个人募集资金，后者成为基金的有限合伙人。

私募股权投资基金有几个收入来源。首先，向有限合伙人收取年度管理费，年度管理费通常为基金管理资产额的 1%～3%（见专栏 16-1）。其次，从基金产生的利润中提取一定比例，称为业绩奖励，业绩奖励通常约为基金收益的 20%，这成为私募股权投资机构为基金创造价值的有力激励。剩余的收益会分配给有限合伙人。最后，基金投资的那些公司（组合公司）有时也会向为其提供各种服务（比如投资银行或顾问服务）的基金支付交易费用，这部分费用通常是按交易额的一定比例计算的，有时还需支付“监控费用”。有些基金（但并不是所有的）会用这部分费用冲减应由有限合伙人支付的管理费。

在基金设立之时，普通合伙人和有限合伙人要签署合伙协议，协议规定了支付给普通合伙人的预期收入。管理费类似于向共同基金及对冲基金支付的费用（高于共同基金，大概与对冲基金相当）。业绩奖励与对冲基金收取的业绩费类似（但对冲基金的业绩费基于其管理资产额的价值按年度收取，而私募股权投资基金通常要经历 3～7 年的持有期，在其投资变现后才能获得业绩

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

奖励)，绝大多数共同基金没有类似费用。成功的私募股权投资机构每3~5年就会募集新的基金以持续经营。每只基金预计在5年内会完成全部投资，在3~7年内实现投资退出。

专栏16-1 **普通合伙人的费用结构**

摘自“私募股权投资基金”

“普通合伙人通过管理费获得大部分固定收入，与其基金业绩无关。要了解管理费是如何计算的，首先要明确几个术语。在基金的存续期，有限合伙人承诺资本的一部分用于支付管理费，其余的则用于投资。承诺资本的这两部分分别称为存续期费用和投资资本。在任何时点，我们都将基金的投入资本定义为公司的投资资本中已经投入到组合公司的那部分。定义净投入资本为投入资本减去所有已退出投资的成本。类似的，定义实缴资本为投入资本加上存续期费用中已经支付给基金的部分，净实缴资本等于实缴资本减去所有已退出投资的成本。典型的基金存续期为10年，普通合伙人可以在前5年的投资期对新公司进行投资，后5年则进行后续投资或从现有的组合公司退出。

大多数基金会用下面四种方法之一来确定管理费。从历史来看，最常见的方法是按承诺资本的一个固定比例确定费用。例如，如果一家基金10年内都是按承诺资本的2%收取年度管理费，那么这个10年期基金的存续期费用就是承诺资本的20%，其余的80%为投资资本。近几年，很多基金都采用了一种递减的费用安排，在这种安排下，投资期后管理费占承诺资本的比例会下降。例如，一家基金在5年的投资期内的管理费可能是2%，但是在剩余的5年内年度管理费每年会下降25个基点。

第三种形式的费用安排是采用一个固定比例但是会调整计费基础，如前5年以承诺资本为基础计费，而后5年则以净投入资本为基础计费。最后是第四种费用安排，这种费用安排在投资期之后会采用递减的费用比例，同时计费基础也从承诺资本变为净投入资本。对于用到净投入资本的费用安排，估计存续期费用还需要投资和退出比率的额外假设。

最常见的初始费用水平是2%，但大多数基金会在投资期后给有限合伙人一定的优惠。比如，转为以投入资本为计费基础(84.0%)[⊖]，降低费用水平(45.1%)或两者方法都采取(38.9%)。基于这些事实，我们认为对大多数基金而言，存续期费用占承诺资本的比率低于20%。”

资料来源：Metrick, Andrew and Ayako Yasuda. “The Economics of Private Equity Funds (June 9, 2009)”. Review of Financial Studies, Forthcoming.

16.5 私募股权投资交易的资本化

从历史来看，一家私募股权投资组合公司的资本结构中往往有高达70%的债务。这些债务包括循环贷款和定期贷款形式的银行担保贷款、夹层债务、在公开市场发行的高收益债券以及主要由银行和机构投资者购买的次级债券(见专栏16-2)。2007年年中之前，资本结构中的负债额一直在提高，随后开始下降，因为此时爆发了信贷危机，市场对杠杆的容忍度下降。图16-2是截至

⊖ 指84%的基金采用此方法，下同。——译者注

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

2008年杠杆收购中的平均权益出资。图16-3概括了杠杆收购中的债务与息税折旧摊销前利润比率。

专栏16-2　组合公司的资本化

- 债务（占整个资本结构的60%～70%）
  - 优先级银行债务，分为两类：
    - 可以根据需要偿还或重新借贷的循环贷款。
    - 采用浮动利率的定期贷款（分为优先级和次级）。
  - 次级债务，也分为两类：
    - 高收益债券（通常在公开市场发行）。
    - 夹层债务（次级债券，通常被出售给银行、机构投资者及对冲基金）。
    - 其他主要特征：
      - 认股权证。
      - 实物支付允许不支付利息并相应增加本金。
- 权益（占整个资本结构的30%～40%）
  - 优先股
  - 普通股

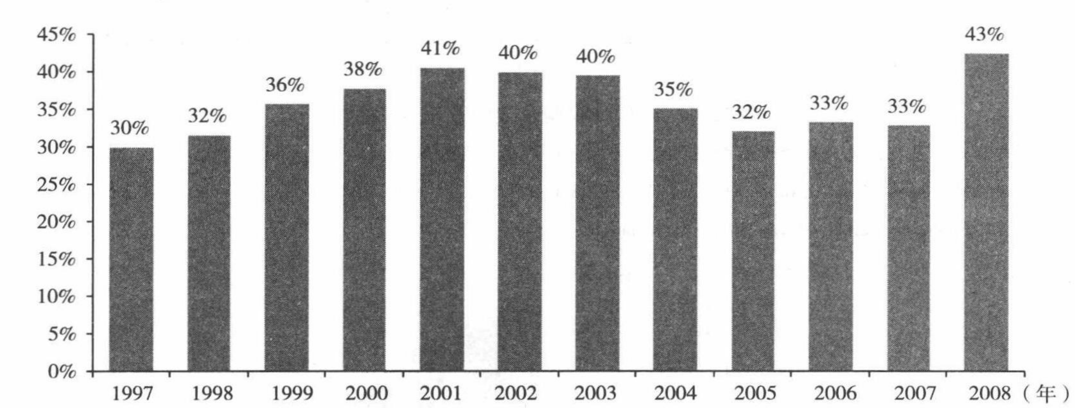


图16-2　杠杆收购中权益出资的平均比例

资料来源：S&P's Leveraged Lending Review.

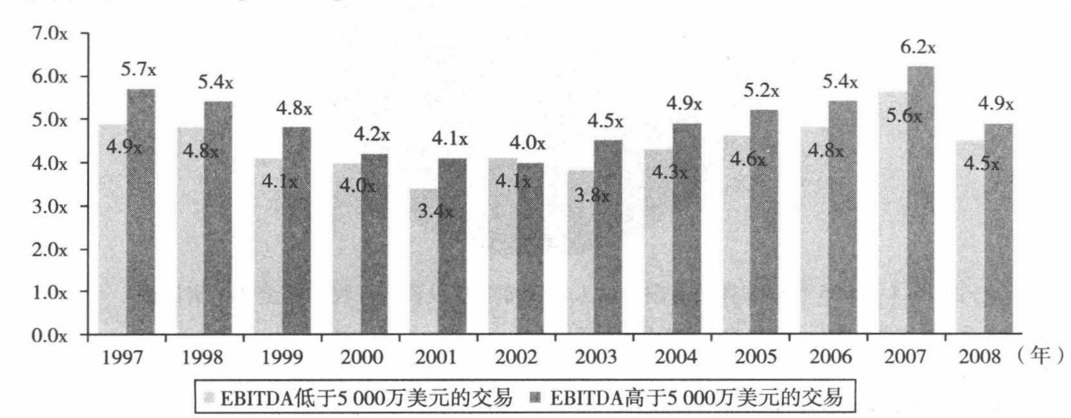


图16-3　美国杠杆收购债务倍数：总负债/息税折旧摊销前利润（EBITDA）

资料来源：S&P's Leveraged Lending Review.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

16.6 管理资产额

1995～2008 年，管理资产额增加了10 倍多（见图 16-4）。这些资产的主要投资者是私募股权投资基金中的基金、公共养老金及公司养老金（见图 16-5）。假设私募股权投资基金平均债务权益比为2:1，那么2008 年私募股权投资基金所控制的资本总额约为3.7 万亿美元。考虑到现有投资的市值下降（据麦肯锡全球研究所估计市值下降了3 000 多亿美元）和杠杆率的下降（债务权益比为1:1），截至2009 年年中，这一数值可能已经下降到2 万亿美元以下。

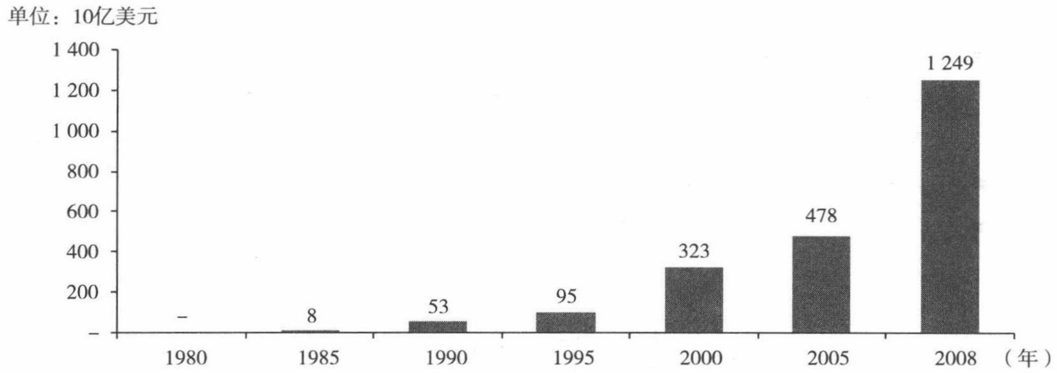


图 16-4 纯杠杆收购基金的管理资产额

注：管理资产额是指私募股权投资基金当年及之前4 年所募集资金的加总。

资料来源：McKinsey Global Institute；Preqin；Venture Expert；Private Equity Analyst；Asian Venture Capital Journal；Emerging Markets Private Equity Association.

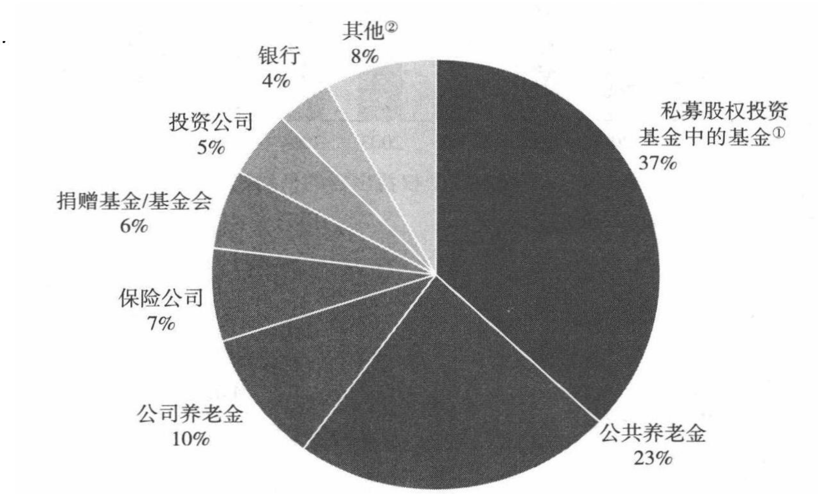


图 16-5 2005 年全球各类有限合伙人在私募股权投资杠杆收购基金的出资比例

① 其资产来自于养老金、其他机构投资者及高净值个人。

② 包括高净值个人。

资料来源：McKinsey Global Institute；Preqin.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

16.7 历史

第一起杠杆收购交易出现在1950年，这一交易以一家公开交易的控股公司为投资载体进行融资，收购了一个由公司资产构成的投资组合。这一活动在20世纪60年代获得了快速发展，沃伦·巴菲特和纳尔逊·佩尔兹都通过自己的公司（分别为伯克希尔-哈撒韦公司和Triarc公司）进行过杠杆投资。20世纪70年代，贝尔斯登的一群银行家，其中包括杰罗姆·科尔博格和亨利·克拉维斯，完成了一系列杠杆投资。1976年，他们离开贝尔斯登并创立了自己的公司——KKR。1982年，美国前财政部长威廉·西蒙以8 000万美元的价格（其中只有极少量的权益），完成了对贺卡制造商吉布森贺卡公司的收购，而在不到18个月后将公司的一部分通过首次公开发行出售时，其价格已高达2.9亿美元。媒体对这一交易的大量关注为这一新兴的市场带来了众多其他投资者。

20世纪80年代，很多杠杆收购交易，尤其是那些具有敌意收购、资产剥离和大量裁员特征的交易，被媒体称为公司袭击。卡尔·伊坎、纳尔逊·佩尔兹、柯克·科克莱恩和布恩·皮肯斯都是这一时期著名的袭击者。20世纪80年代最大的同时也是最后一起主要的杠杆收购是KKR以331亿美元接管了雷诺兹·纳贝斯克，因其巨大的交易额（直到2006年这一记录才被打破）受到了媒体的大量关注。到80年代末，一些大型收购都以失败告终，其中就包括美国联合百货公司和Revco公司。KKR在几年后被迫向雷诺兹·纳贝斯克额外注入了17亿的美元权益资本，通过资本重组来拯救这项投资。这一时期杠杆收购成长的主要原因之一是高收益债券（也称为垃圾债券）市场的发展，这一市场由德崇证券推动。德崇证券在垃圾债券方面的成就是在米尔肯的带领下取得的。在1989年的一次内幕交易调查中，米尔肯以证券欺诈罪受到起诉。1990年，德崇证券申请破产保护，而米尔肯也被判2年监禁。这些事件几乎导致垃圾债券市场倒闭，并大幅减少了20世纪90年代前半段的杠杆收购活动。

2002年，杠杆收购快速发展的条件又出现了。这一时期，低利率、垃圾债券市场的复苏、强劲的银行贷款市场以及明显宽松的贷款标准都为市场的爆炸性发展提供了机会。美国于2002年7月通过的《萨班斯-奥克斯利法案》，进一步推动了杠杆收购市场的发展。因为这一法案对上市公司施加了越来越多的烦琐管制，大量公司认识到了回避这些管制的好处。通过退市，公司就不必公布《萨班斯-奥克斯利法案》所要求的全部信息，同时还能节省数以百万美元计的会计和法律成本，这些成本是为了符合规定而必须支付的。另外，很多公司也意识到作为一家非上市公司能够从长期的角度对业务进行管理，而无须像上市公司那样去努力迎合研究员对公司的季度预测。

2002~2007年年中，有大量的交易完成，其中很多规模都超过了300亿美元。2006年，私募股权投资机构购买了654家美国公司，涉及金额3 750亿美元。从全球范围来看，私募股权投资机构2006年共募集资金2 810亿美元，2007年募集了3 010亿美元。2007年7月，始于住房抵押贷款市场的信贷危机蔓延到垃圾债券市场和杠杆贷款市场，从而大幅降低了债务市场对私募股权投资交易的欲望。2007年下半年，信贷危机大规模蔓延，整个杠杆融资市场几乎陷于停顿。到2007年年底，几乎没有可用的债务融资来支持大规模的私募股权投资交易（见本章的“金融服务崩溃对私募股权投资的影响”）。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

16.8 过桥融资

16.8.1 过桥贷款

过桥贷款是指私募股权投资基金获得长期性债务融资之前，为帮助其收购而采取的临时性融资。过桥贷款成本通常要比长期性融资高，以补偿其承担的额外风险。除非不能得到长期性债务融资，否则过桥贷款承诺不会被提款，这导致了在不稳定的资本市场中对过桥贷款的需求。通常当投资银行认为能通过长期银团贷款或在资本市场安排高收益债券发行的方式获得融资，从而确信过桥融资不是必需时，它们会为私募股权投资基金提供过桥贷款。在2007年和2008年这两年中，投资银行因为全球金融危机没能成功实现长期债务融资，他们提供了很多计划外的过桥贷款。更多关于投资银行提供过桥贷款以帮助私募股权收购活动的情况见第10章。

16.8.2 权益过桥

在签订收购协议之前，目标公司会要求私募股权投资基金提供权益承诺书。如果一家私募股权投资基金当时不能满足权益承诺书，或其正在等有限合伙人的联合投资，而这一联合投资的时间安排和收购协议的签订时间不一致，那么私募股权投资机构可能需要那些收取费用（承销债券、提供贷款和顾问等费用）的投资银行来提供权益过桥以弥补空缺。为使权益过桥能够到位，私募股权投资机构需要跟投资银行签订一份单独的协议。投资银行提供权益过桥是为了获取费用：一旦提供过桥资金（权益形式），就要收取使用费；如果在指定时间内出借方的权益没有被购买，还要收取额外的费用。一般认为这种过桥只是一种短期承诺，并且很快会被完全出售给那些长期权益投资者。如果目标公司终止交易，权益过桥的提供者通常有权获得一定比例的由目标公司支付的交易终止费，但如果是私募股权投资机构终止交易，这些提供者可以拒绝支付反向的交易终止费。有些情形下，投资银行会被要求承担超过私募股权投资机构权益承诺的目标公司权益风险暴露。对投资银行而言，最坏的情形是不能卖掉原以为能卖掉的权益风险暴露，从而不得不持有原本没打算投资的公司权益，而且持有这些权益短期内是没有收益的。但是因为历史上私募股权投资机构每年都会支付给投资银行数以十亿美元计的费用，对未来费用的激烈竞争驱使投资银行参与这项高风险的生意。

2007年，那些为大规模杠杆收购交易提供权益过桥的投资银行发现，它们没办法将自己的权益风险暴露出售给别人。当资本市场和信贷市场冻结时，权益过桥连同向私募股权投资组合公司提供的计划外过桥贷款，导致了投资银行手中数百亿美元的搁置贷款以及恶化的权益。最终这些头寸中的一部分以超过50%的折扣被出售。

16.9 低门槛贷款和实物支付

在2006年到2007年年中这段信贷环境宽松的时期，大量的私募股权投资交易是用低门槛贷

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

款完成的。一般的贷款协议允许银行在某些条件下停止信贷，以及强制贷款到期并要求还款，但低门槛贷款中银行没有此项权利。这种贷款降低了贷款违约的可能性，但同时削弱了银行对贷款的掌控能力，因为即使有出问题的预兆，银行也不能采取相应的行动。

低门槛贷款有很多形式，包括免除要求借款人保持一定财务比例的协议，这使得贷款人只能依靠限制公司进行某些活动的协议。例如，对于一份要求公司保持一定债务与息税折旧摊销前利润比率的协议，如果对协议内容的检测是按季度进行的，那么在公司财务状况恶化时，就可能会发现公司违反了协议。而在典型的一揽子低门槛贷款中，没有维持某一指标的协议，取而代之的是限制公司募集新债务的协议，这样的协议不会因为公司财务状况的恶化而被违反，只有当公司进行募集新债务的活动时才会被违反。一揽子低门槛贷款的另一个替代方案是从传统的维持指标协议演变而来的：可以接受对协议中相关指标的预定偏离。低门槛贷款的一个好处是经常附有权益弥补的规定：允许私募股权投资机构通过在交易中追加更多的权益并调用权益息税折旧摊销前利润，来弥补和纠正对协议的违反。

高收益债券和杠杆贷款中的“实物支付”允许借款人可以在每个计息周期选择利息支付方式：①完全以现金形式支付；②完全以“实物”形式支付，即按利息额增加本金（或发行本金等于应付利息的新债务）；③一半以现金支付一半以实物支付。

在私募股权投资的繁荣时期，低门槛贷款和实物支付使得私募股权投资机构能够获得更多有利的债务，以支持它们的收购活动。因为这一时期违约率保持在低水平（2006 年期间不到 1%），并且债务的供给超过了需求（低违约率、同私募股权投资机构一起完成承销和并购交易能获得的高额费用，都使银行变得激进，同时对冲基金为私募股权投资机构提供了新的债务融资渠道，给银行造成了竞争压力）。因此，私募股权投资机构能够获得低成本的融资以及有利的贷款和利息偿付协议。但 2007 年下半年这一切都突然停止了，因为信贷危机迅速蔓延，违约率也快速上升。

16.10 俱乐部交易和存根权益

当私募股权投资机构的潜在收购交易的规模超过了其基金资本额的 10% ~ 15%，就有可能发生俱乐部交易。在俱乐部交易中，有 2 ~ 5 家不同的私募股权投资机构联合投资于 1 家目标公司。俱乐部交易带来的好处包括：分摊经济风险、共享专业建议、联合融资来源、降低单个机构成本以及减少竞争。挑战包括：增加同时投资于这一俱乐部中不同机构的有限合伙人的风险暴露、关于选择哪些顾问（投资银行和律师事务所）的商业关系问题、决定哪家机构来协调定价程序、决定所有俱乐部成员能接受的价格、每个俱乐部成员发起的联合投资者（通常是它们的有限合伙人）达成共识、规避反托拉斯法以及最终的退出策略。2005 ~ 2007 年，很多交易的金额都超过了 50 亿美元，组成俱乐部非常普遍。2007 年年中之后，大多数交易的金额都相对较小，也很少有组成俱乐部的案例了。

存根权益是指一家被私募股权投资基金收购的目标公司继续让公众股东持有其权益的做法。通常只有当大多数目标公司的股东认为私募股权投资基金出价过低而不愿出售他们的股份时，才会有存根权益。存根权益是这些公众股东能和私募股权投资基金一起分享价值增值。通常，存根权益不得超过收购后权益的 30%。如果是在美国的交易，存根权益要在美国证券交易委员会注

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

册，但不能在证券交易所挂牌交易（实质上降低了股票流动性）。另外很重要的一点是，存根权益的持有人与私募股权投资基金的普通合伙人不同，他们不能得到业绩增长奖励。

存根权益的优势包括：降低了私募股权投资发起人的诉讼风险；符合小型私募股权投资的需要；限制了存根权益持有人的管理权；有时可通过资本重组提高会计收益，因为公司从资本重组会计过程受益，这些会计过程可以避免高估公司的固定资产、可确认的无形资产以及这些资产的折旧和摊销（折旧和摊销会降低收益）。存根权益的劣势包括：美国证券交易委员会对于信息公开披露的要求；美国证券交易委员会对于持续报告的要求；对少数股东潜在的信托责任；降低了私募股权投资机构的杠杆水平；如果不在交易所挂牌交易的股份在粉单市场挂牌并在场外市场交易，因为粉单市场缺乏流动性，所以以粉单市场的价格进行的估价并不能反映私募股权投资基金的真正价值。

16.11 与管理层合作

在同目标公司达成最终协议之前，私募股权投资机构通常会与目标公司管理层一起商定新公司的雇用条款、交易结束后的期权授予以及权益转换投资（指管理层必须购买的股票数，以使其在交易中有一定的经济风险暴露）。如果目标公司是一家美国上市公司，那么私募股权投资机构与管理层所做的这些约定可能就有问题，因为美国有约束这些约定的证券法规。例如，第一个问题是需不需要一个目标公司董事会的特别委员会来审查与管理团队相关的协议。私募股权投资机构一定要谨慎，确保不会损害公平交易。如果私募股权投资机构与控股股东一起将上市公司私有化，目标公司董事会的行动将接受“完全公平”测试，这是比传统的商业判断准则更苛刻的一种审查标准。对于一个股东是否有控股权并没有一个明确的检验标准。例如，特拉华州的一家法院认为持股超过40%同时担任公司首席执行官的股东属于控股股东。而其他的一些法院，在认定控股权方面所使用的比例会更低一些。如果一项交易的公平性受到质疑，那么目标公司要负责举证。但是，如果目标公司已经有独立董事组成的特别委员会监督这项交易，举证责任就落到质疑交易公平性的原告头上。即使交易中不涉及控股股东，目标公司的董事会也通常会设立特别委员会以预防可能遇到的质疑，尤其是高层管理人员拥有目标公司的大量股票时（见专栏16-3）。

专栏16-3　金德摩根的杠杆收购

背景

- 2006年2月，金德摩根管理层与高盛进行了接洽，旨在讨论为提高股东价值可采取的不同战略。
- 在众多选择中，他们重点讨论了股份回购计划、私有化交易和杠杆收购。
- 4月，高盛要求成为收购交易的直接投资者。而金德摩根的高级管理层，包括总裁帕克·沙普尔和公司的创始人、董事长兼首席执行官理查德·金德（他拥有公司18%的股份），是收购财团成员。
- 4月至5月中旬，管理层和高盛（既是顾问又是投资方）一起研究收购方案的可行性，并咨询外部法律顾问和评级顾问的建议。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

- 5 月 13 日，董事会对当前的策略进行第一次审查。5 月 28 日收到每股 100 美元的报价，随后董事会成立特别委员会，并在摩根士丹利和黑石的帮助下评估提议并寻找更高报价。

问题

- 管理层与收购方的合作有着先天的潜在利益冲突：
  - ○ 董事会最重视的是通过增加竞购者的数量来使得股东利益最大化，而管理团队则希望他们自己能从竞购中胜出。
  - ○ 作为收购财团的一员，管理层能够通过权益转换投资分享到公司未来成长的好处，但其他股东在出售其股份后不能分享这一好处。
- 高盛在交易中的角色也存在潜在问题：
  - ○ 作为交易顾问以及贷款的主要安排者可以获得高额的费用，同时通过对金德摩根的投资，还可能获得巨额利润。
- 因为要约已经公布，其他买家也没有像高盛那样已经做了大量的准备，而且管理团队已经组建完毕，此时再发起公开竞价的拍卖是很危险的。因为如果金德摩根发起拍卖而没有感兴趣的买方参与，将极大影响特别委员会与收购财团谈判的能力。

结果

- 摩根士丹利和黑石联系了 35 家同行，但是都表示没有兴趣参与公开竞购。董事会对管理层和高盛进行这项交易的方式很不满，不过他们能通过高价表达不满：谈判确定的出售价格是每股 107.5 美元，股东最终也都接受了这一报价。交易于 2007 年 5 月 30 日完成。

资料来源：Press reports.

如果目标公司管理持有目标公司 15% 以上的股份，那么私募股权投资机构与管理层合作可能会触发目标公司的反收购防御，如毒丸计划。另外，可能还存在与信息披露有关的问题。根据证券交易法第 13（d）款的规定，在与管理层约定之前，可能会强制要求提前披露交易信息。如果私募股权投资机构既没有与管理层达成投票权协议又没有持有目标公司的权益，那么目标公司的律师就要决定是否需要提前披露信息。

上市公司的收购通常是一步式兼并或先发出收购要约随后进行兼并。然而，在管理层参与的交易中收购要约已经很少见了，因为根据美国的证券法规，要约收购的出价人要按其支付给单个股东中的最高价，来购买目标公司全部股东的股票。因为在有管理层参与的交易中，会在早期约定雇用协议、权益转换投资和交易结束后的期权授予，而这些约定会与对所有股东支付同一价格的证券法规有冲突。

当一家公司的管理层联系私募股权投资基金并与其联合收购，并且管理层在公司私有化交易的协调工作中处于主导地位，那么这种杠杆收购就被称为管理层收购。上面讨论的问题也同样适用于管理层收购。但是，管理层收购中可能存在更多使交易变得复杂的问题，因为管理层在投资上往往比私募股权投资机构看得更远，其要求的收益目标也可能不同。

16.12 杠杆性资本重组

私募股权投资基金组合公司的杠杆性资本重组包括在交易结束一段时间后发行公司债务，发

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

行收入用于向私募股权投资所有者支付大额的现金股息。这一行为增加了组合公司的债务从而提高了其风险，但是也增加了私募股权投资基金的收益。尽管杠杆性资本重组中的债务资金提供者承担了相当大的风险，但是它们也因为高风险获得了高额的利息和费用。但是，新债务会导致未偿还债务价值的下降，因为公司的风险提高了。其他可能因为杠杆性资本重组受到损害的利益相关者包括公司雇员和社区。如果杠杆提高导致公司无力履行偿还利息和本金，并因此不能正常经营，那么雇员就可能失去工作（可能还有养老金），而社区也可能失去纳税来源（如果公司进入破产程序并最终倒闭的话）。

2005年年末有一个令人瞩目的资本重组案例，CD&R（Clayton, Dubilier & Rice）、美林全球私募股权投资和凯雷集团以150亿美元的价格从福特汽车公司手中买下了赫兹租车公司。这项交易中三家私募股权投资机构共投资23亿美元，剩余资金则来源于债务融资。完成交易的6个月后，赫兹租车公司借了10亿美元并用这笔钱向私募股权投资者支付了股息，这使得他们的风险暴露降低了近一半。随后这三家机构在2006年年底完成了赫兹租车公司的首次公开发行，为他们1年的持有期带来了巨额的收益（见图16-6）。

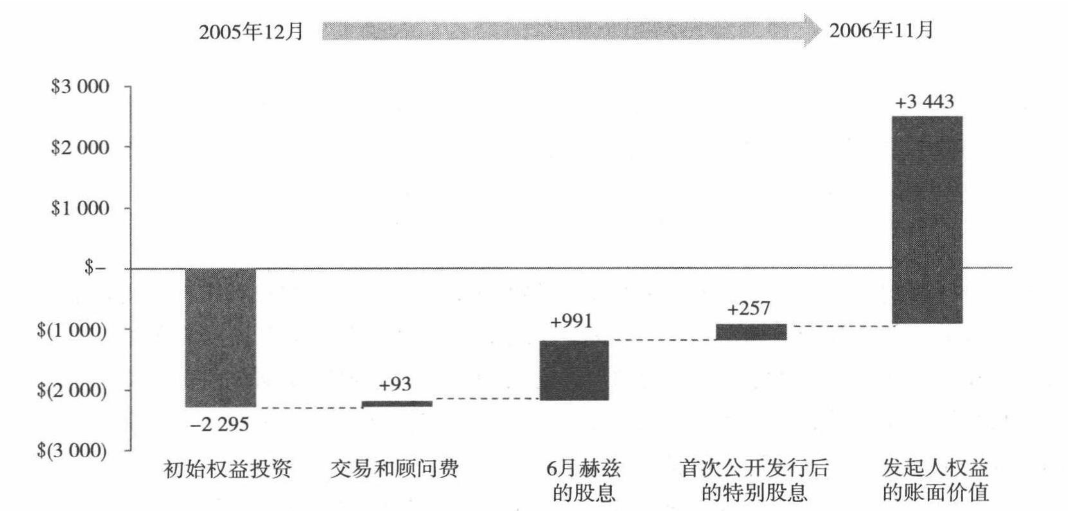


图16-6 赫兹租车公司收购财团的投资收益

注：交易和顾问费包括每位发起人2 500万美元的交易费和100万美元的顾问费，以及500万美元的交易终止费。特别股息和发起人权益的账面价值是以每股15美元的公开发行价计算的。

资料来源：Hertz Global Holdings' SEC registration.

16.13 私募股权投资二级市场

因为银行和其他金融机构想要出售它们的私募股权投资以减少收益的波动性并重新调整投资组合，私募股权投资二级市场发展了起来。另外，个人和机构投资者也是私募股权投资基金有限合伙权益的卖方。二级市场出售分为两类：一是卖方转让存续合伙企业的有限合伙权益，这种转让不会影响合伙企业的存续；二是卖方转让私募股权投资的正常运营公司组合。私募股权投资的卖方将其在基金中的投资连同剩余的未缴纳资本承诺一同出售。二级市场上的买方包括大型组合投资基金和机构投资者，包括对冲基金。另外，原本投资于公司的私募股权投资基金有时也会在

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

二级市场上进行收购。大多数情形下，要转让有限合伙权益需要得到普通合伙人的同意。二级市场交易中主要的税收问题取决于这项交易是否会导致基金变为“公开交易合伙企业”，按照美国联邦收入税法的规定，这类企业要像公司一样交税。如果不在交易所交易并且合伙人数目仍是有限的，上述税收问题通常可以避免。

2008 年，完成了超过 300 亿美元的二级市场交易，但下半年平均价格仅为全年的 61%，这反映出净资产价值有明显的下降。卖方主要有三类：陷入困境的机构，如大型银行和保险公司，需要出售资产获得现金；即将陷入困境的投资者，如基金中的基金、对冲基金以及其他直接投资者，它们无法再自筹资金，因为从 2008 年年中开始私募股权投资分配就停止了；其他没有陷入困境的卖方，如捐赠基金，它们改变了对私募股权投资市场长期前景的看法。主要的买方是趁有利的价格募集大规模资本的专门基金，其中包括由高盛、瑞信、科勒资本和波莫纳资本设立的基金。二级市场缺乏组织性，但有一些占主导地位的二级市场投资机构，包括科勒资本、列克星敦投资公司、法国安盛私募股权投资、Harbourvest Partners、合众集团。另外，主要的投资银行，包括高盛、摩根大通、摩根士丹利和瑞信在二级市场上也很活跃。

16.14 基金中的基金

私募股权投资基金中的基金将个人和机构投资者的资金集合起来，并投资于多个不同的私募股权投资基金。这使得投资者能够有机会投资于那些平时不能投资的私募股权投资基金，并使其私募股权投资组合多元化，还能通过（比普通投资者）更深入的尽职调查来确保能投资于那些高品质、更有可能实现其投资目标的基金。私募股权投资基金中的基金提供的承诺资本大约占私募股权投资市场上承诺资本总额的 15%。最大的私募股权投资基金中的基金有 AlpInvest Partners、法国安盛私募股权投资、高盛和磐石基金等（见表 16-1）。

表 16-1 私募股权投资基金中的基金排名

前 10 大私募股权投资基金中的基金（2009 年 8 月的排名）		
机构	**承诺资本（亿美元）**	**总部**
AlpInvest Partners	570	荷兰
AIG 投资公司	290	美国
法国安盛私募股权投资	250	法国
高盛私募股权投资	240	美国
Credit Suisse Customized Fund Investment Group	240	美国
磐石基金	231	英国
Pathway 资本管理公司	206	美国
雅登投资	200	美国
Capital Dynamics	200	瑞士
NB Alternatives	190	美国

资料来源：Preqin.

16.15 私募股权投资的上市

2007 年黑石集团和堡垒投资集团都完成了首次公开发行，它们的管理公司股票在纽约证券交

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

易所挂牌，黑石集团共募集了73亿美元，堡垒管理集团募集了22亿美元。两家公司公开上市之后，股票价格都出现了明显的下跌（见图16-7）。阿波罗于2004年完成了一只封闭式债务基金在纳斯达克挂牌，募集资金22亿美元，随后又于2006年完成了一只美国基金的子基金在泛欧交易所挂牌，募集资金16亿美元。同样是在2006年，KKR也完成了一只美国基金的子基金在泛欧交易所的上市，募集资金39亿美元。2007～2008年，其他的私募股权投资机构，包括KKR，也谋求管理公司在美国首次公开发行，但是市场环境迫使这些机构放弃了努力。

2009年12月，市场逐渐稳定下来，KKR也恢复了盈利，重拾上市计划，这次是通过反向收购其在泛欧交易所挂牌的分支机构K. P. E. 来实现上市。按照提议的交易条款，KKR将拥有合并后公司70%的股份，而K. P. E. 的投资者则拥有剩余的30%股份。如果合并成功的话，公司将有权在12个月后将其股票转到纽约证券交易所挂牌。

堡垒投资集团（纽交所代码：FIG）和标准普尔500指数比较
2007年2月9日（IPO日）至2009年6月30日



黑石集团（纽交所代码：BX）和标准普尔500指数比较
2007年6月22日（IPO日）至2009年6月30日

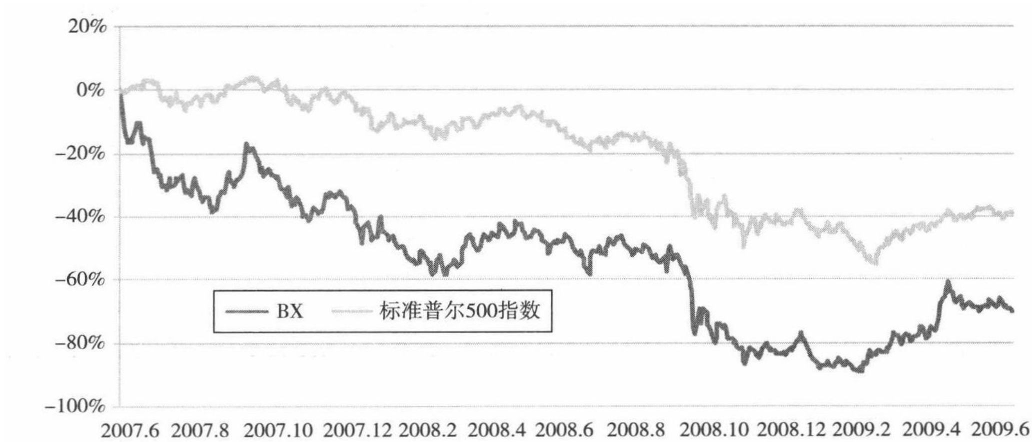


图16-7 近期私募股权投资首次公开发行的表现落后于大盘

资料来源：Data provided by Commodity Systems Inc.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

16.16 金融服务崩溃对私募股权投资的影响

2002～2005 年，杠杆收购蓬勃发展，但是其杠杆水平和收购倍数仍保持在合理水平，这一期间完成的大多数交易都为投资者提供了（或将提供）高额收益（见图 16-8）。从 2006 年到 2007 年年中，私募股权投资市场产生了泡沫，债务和收购倍数都超过了历史水平。这一时期完成的部分交易并不顺利，而且收益较低（见图 16-9）。2007 年年中，信贷危机袭来，很多交易都遇到了严重问题。投资银行无力组成辛迪加来为杠杆收购提供债务融资，造成了约 3900 亿美元的资金缺口。很多交易被取消，还有许多不得不重新谈判（见表 16-2）。另外，大量交易面临大型诉讼（见专栏 16-4）。其结果是私募股权投资交易的特点和结构都发生了变化：规模变小、权益投入增加、有利的债务条款减少、交易数量下降、支持交易的债务减少、联合投资增加、持有期变长（见图 16-10～图 16-15 和专栏 16-5）。这些变化的结果是交易的投资收益和风险都下降了，同时这种资产类别的承诺资本额也下降了（见图 16-16）。不过，尽管发生了这些重大变化，私募股权投资市场未来仍可能蓬勃发展，因为在私募股权投资业中，只要能在历史低价点进行高质量的投资，投资的存续年份才是私募股权投资收益的主要驱动因素。

- **这一时期杠杆收购市场非常活跃，但是杠杆水平和收购倍数都保持在合理水平**
- **这一时期完成的大多数交易被证实是富有弹性的**

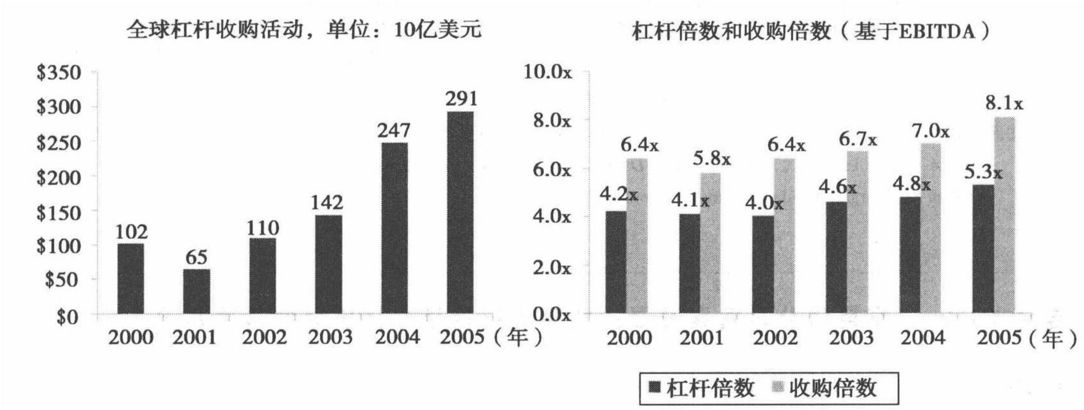


图 16-8 2002～2005 年的私募股权投资

资料来源：Rubenstein, David: "The Impact of the Financial Services Meltdown on The Global Economy And The Private Equity Industry," *Super Return Dubai* 15 *Oct*. 2008, The Carlyle Group, print, Dealogic; Standard & Poor's.

表 16-2 2007 年下半年的私募股权投资：破裂的和重新谈判的交易

信贷危机导致很多交易难以完成

投资银行无力组成辛迪加来为杠杆收购提供债务融资，造成了约 3 900 亿美元的资金缺口

很多交易被取消，还有许多不得不重新谈判，以给予买方和贷款人更优惠的条件

破裂的交易		重新谈判的交易	
公司	价值（亿美元）	公司	价值（亿美元）
学生贷款市场协会	255	清晰频道通讯公司	273
亨斯迈公司	106	第一资讯	263

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

破裂的交易		重新谈判的交易	
公司	价值（亿美元）	公司	价值（亿美元）
哈曼国际	82	哈拉斯娱乐公司	262
联盟计算机服务	80	巴奥米特公司	114
联盟数据	78	HD 供应公司	85
佩恩国际游戏公司	61	汤姆森学习出版集团	78

资料来源：Rubenstein, David: "The Impact of the Financial Services Meltdown on The Global Economy And The Private Equity Industry," *Super Return Dubai* 15 *Oct*. 2008, The Carlyle Group, print; Morgan Stanley Financial Sponsors Group.

- 这一时期私募股权投资市场产生了泡沫，杠杆收购交易总额和收购倍数远高于历史正常水平
- 结果，这一时期的很多被收购公司将面临财务困境

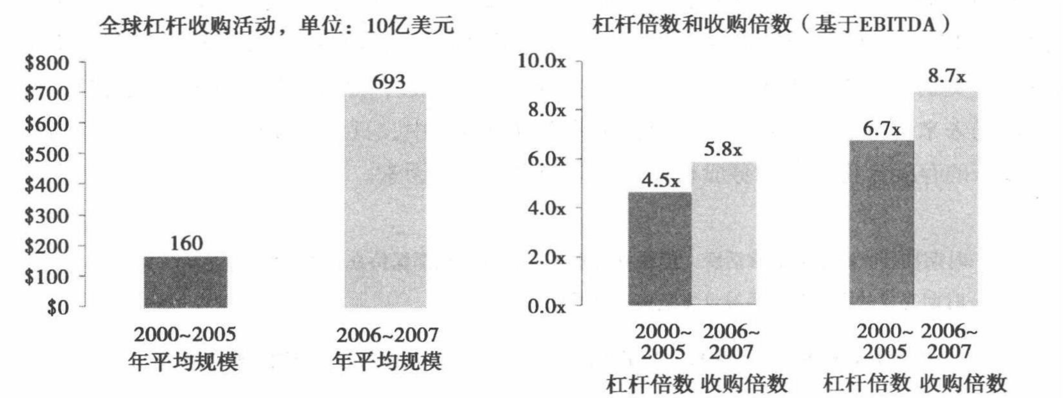


图 16-9 2006～2007 年上半年的私募股权投资

资料来源：Rubenstein, David: "The Impact of the Financial Services Meltdown on The Global Economy And The Private Equity Industry," *Super Return Dubai* 15 *Oct*. 2008, The Carlyle Group, print; Dealogic; Standard & Poor's; Morgan Stanley Financial Sponsors Group.

专栏 16-4 亨斯迈公司和阿波罗：私募股权投资交易破裂的后续影响

- 2007 年 5 月：亨斯迈公司就出售事宜接洽了阿波罗旗下的翰森公司和通路实业的子公司巴塞尔工业公司。
- 2007 年 6 月：亨斯迈公司与荷兰化学品公司巴塞尔工业公司以每股 25.25 美元的价格签订了并购协议，交易终止费为 2 亿美元。
- 2007 年 7 月：在收到翰森公司的一系列更高报价后，亨斯迈公司最终同意以每股 28 美元的价格与阿波罗/翰森公司交易，交易终止费为 3.25 亿美元。尽管每股 28 美元的报价使交易难以完成的可能性更高，尤其是在信贷环境恶化的情况下，但阿波罗/翰森公司还是决定给出这一高报价，因为他们预期的交易审批时间更长。
- 2008 年 5 月：亨斯迈公司 2008 年第一季度报告的利润下降了 31%。
- 2008 年 6 月：翰森公司的财务顾问提醒它，基于最新的财务状况，合并后的公司不具备偿还债务的能力。随后翰森公司起诉了亨斯迈公司，并声称其符合终

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

止交易的必要条件，而无须支付 3.25 亿美元的交易终止费。

- 2008 年 6 月：亨斯迈公司反诉翰森公司和阿波罗，以及这家私募股权投资机构的两位创始人里昂·布莱克和乔希·哈里斯，起诉理由是“他们设计了一个策略以使亨斯迈公司终止与巴塞尔公司的交易并接受一个他们（阿波罗）从未想要信守的承诺”。在与阿波罗的诉讼中，亨斯迈公司要求阿波罗赔偿其 30 亿美元的损失，并承担其支付给巴塞尔工业公司的 2 亿美元交易终止费的一半。
- 2008 年 9 月：特拉华州的一家法院给出判决，不允许阿波罗/翰森公司退出交易，并要求他们尽最大努力按当初报出的每股 28 美元的价格来完成这笔交易（或是支付 3.25 亿美元的交易终止费来退出交易）。法院认定，财务状况的恶化不能被认为是重大不利影响。
- 2008 年 12 月：亨斯迈公司与阿波罗达成和解，并获得 10 亿美元的赔偿：
  - 3.25 亿美元的交易终止费（交易最初的贷款提供者，德意志银行和瑞信承诺为这笔费用提供资金）。
  - 由阿波罗的分支机构支付 4.25 亿美元的现金赔偿。
  - 由阿波罗的分支机构支付购买亨斯迈公司 2.5 亿美元的 10 年期可转换票据。
  - 亨斯迈公司还起诉了德意志银行和瑞信，因为它们收回了为这笔交易提供资金的承诺以及与阿波罗共谋介入亨斯迈公司和巴塞尔工业公司之前的交易。
- 2009 年 6 月：亨斯迈公司与德意志银行和瑞信达成共识，两家银行向亨斯迈公司支付 6.32 亿美元的现金并提供 10 亿美元的贷款以和解纠纷。公告发布后，亨斯迈公司的股票价格跌至每股 5 美元，尚不足阿波罗/翰森公司当初报价的 1/5。

资料来源：Press reports.

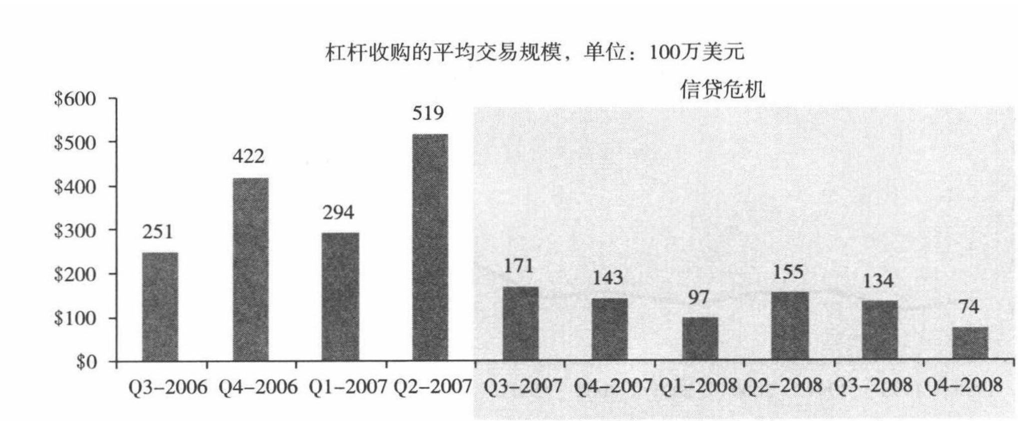
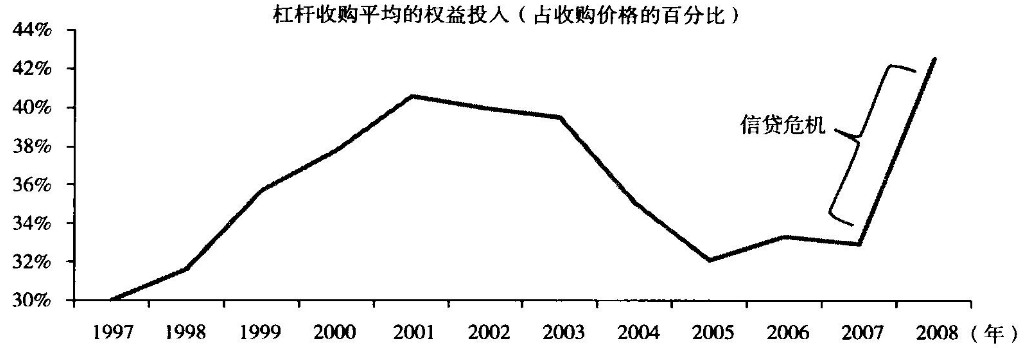


图 16-10 后信贷危机时代的私募股权投资交易：规模变小

资料来源：Dealogic.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net



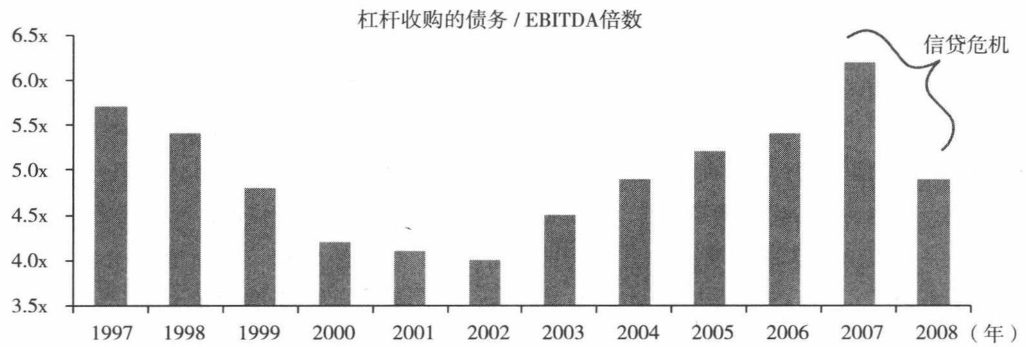


图 16-11　后信贷危机时代的私募股权投资交易：权益增加、债务减少

注：债务/EBITDA 倍数只包括调整 EBITDA 超过 5 000 万美元的交易。

资料来源：Rubenstein, David: "The Impact of the Financial Services Meltdown on The Global Economy And The Private Equity Industry," *Super Return Dubai* 15 *Oct* 2008, The Carlyle Group, print; Dealogic.

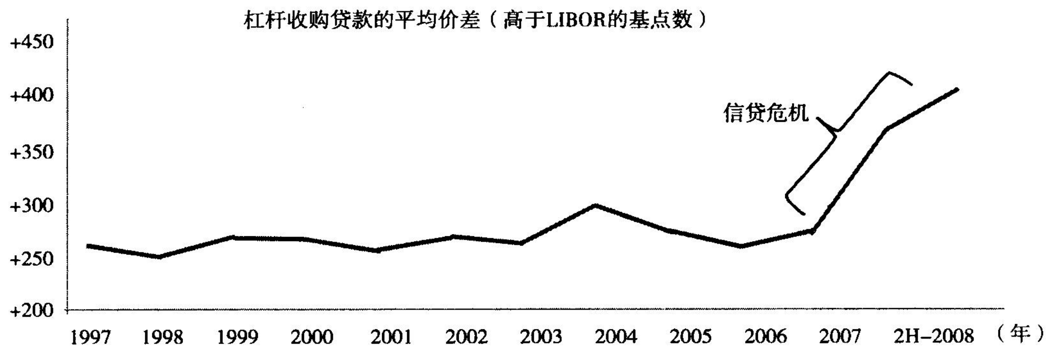


图 16-12　后信贷危机时代的私募股权投资交易：债务成本提高

资料来源：Rubenstein, David: "The Impact of the Financial Services Meltdown on The Global Economy And The Private Equity Industry," *Super Return Dubai* 15 *Oct* 2008, The Carlyle Group, print; Dealogic.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

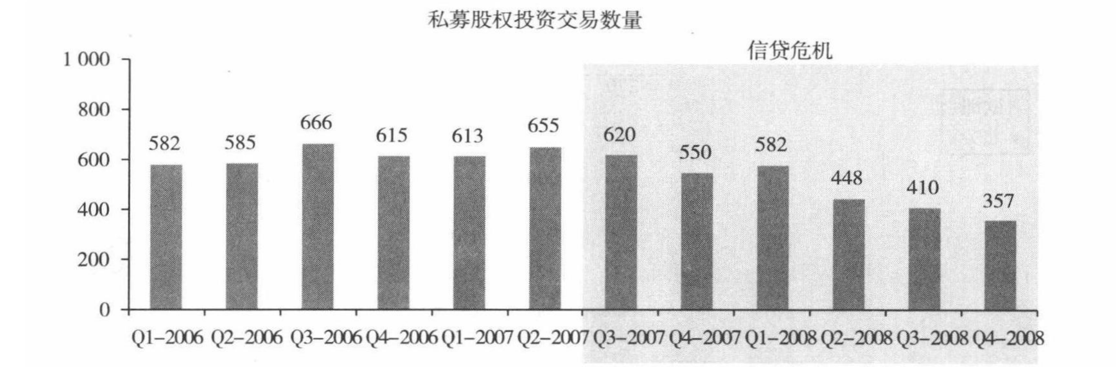


图 16-13　后信贷危机时代的私募股权投资交易：交易数量下降

资料来源：Standard & Poor's；Dealogic.

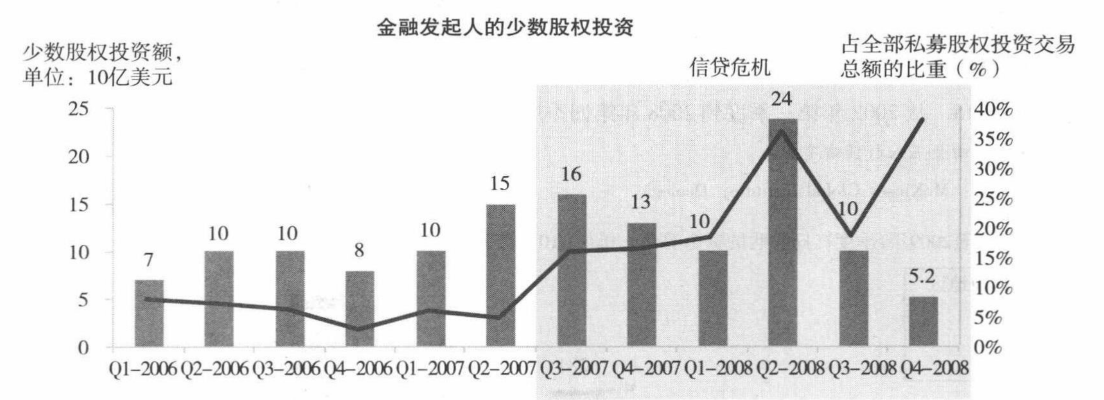


图 16-14　后信贷危机时代的私募股权投资交易：少数股权投资增加

资料来源：Rubenstein，David："The Impact of the Financial Services Meltdown on The Global Economy And The Private Equity Industry，" *Super Return Dubai* 15 *Oct* 2008，The Carlyle Group，print；Dealogic.

专栏 16-5　　后信贷危机时代的私募股权投资交易：其他趋势

- 越来越多的私募股权投资机构选择同实业企业和主权财富基金联合投资。
  - 案例：2008 年 9 月黑石和贝恩资本联合 NBC 环球（通用电气公司的一个子公司），以 35 亿美元的价格收购了气象频道。
- 私募股权投资基金的投资持有期变长，花费更多的时间提高组合公司经营绩效来创造价值。
  - 为了达到预定的退出价值，很多退出都被推迟了。

资料来源：Rubenstein，David："The Impact of the Financial Services Meltdown on The Global Economy And The Private Equity Industry，" *Super Return Duboi* 15 *Oct.* 2008，The Carlyle Group，print.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

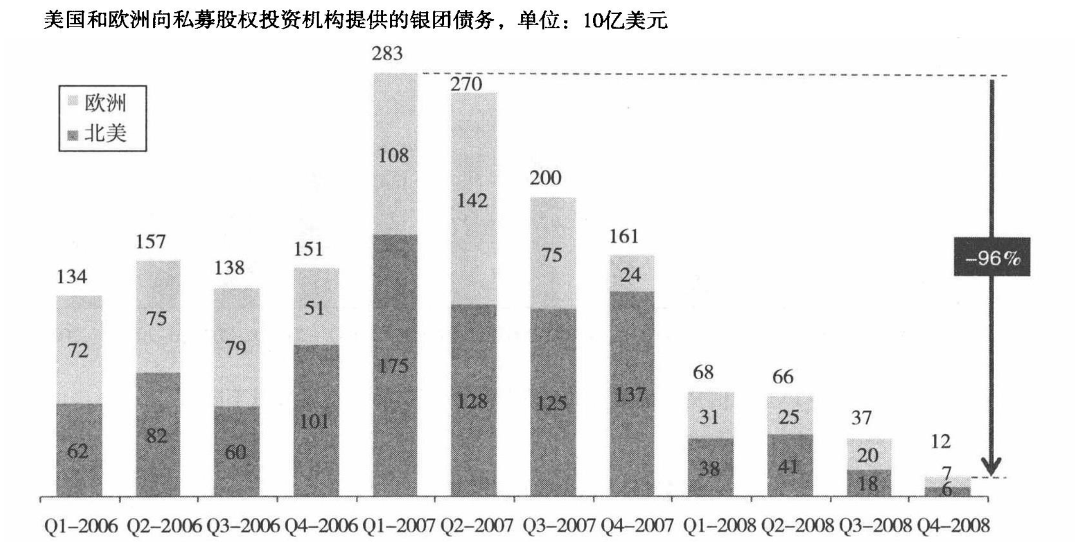


图 16-15　从 2007 年第一季度到 2008 年第四季度，私募股权投资交易可用的债务下降了 96%

注：由于四舍五入数值略有出入。

资料来源：McKinsey Global Institute；Dealogic.

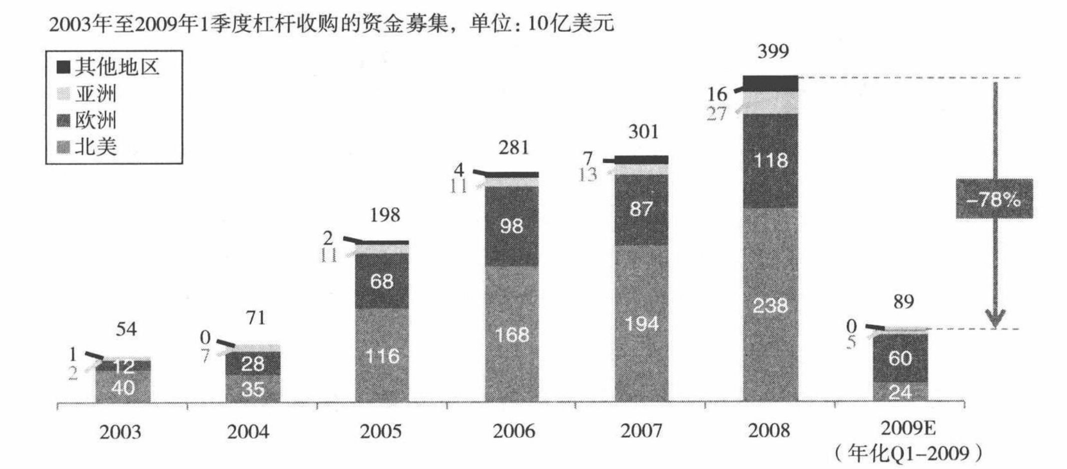


图 16-16　2009 年私募股权投资基金的募集资金额明显下降

注：由于四舍五入数值略有出入。

资料来源：McKinsey Global Institute；Preqin.

习题

1. 私募股权投资机构是金融投资者还是战略投资者，为什么？哪一种投资者通常在并购竞价中出价更高，为什么？为什么不总是这样？
2. 有两个例子：一个是可以成为好的杠杆收购目标公司的上市公司，另一个并不是理想的候选者。请解释你的选择。
3. 经营一个私募股权投资机构所有的资产组合公司，一般需要什么类型的管理层？请描述这些管理者的特点。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

4. 杠杆收购交易中的5个主要融资来源是什么？
5. 私募股权投资机构中的资金承诺与赎回与对冲基金有何不同？
6. 为什么一个减少业绩奖励税收好处的提案对私募股权投资行业有更大的冲击？
7. 为什么普通合伙人通常只允许在基金存续期的前5年内投资于新公司？
8. 假设一个私募股权投资基金有1亿美元的承诺资金，基本管理费率为2%。在前5年内，该基金投资了10家公司，并从第6年开始以每年2家的速度退出，直到第10年结束，所有投资全部退出。假设，每笔投资的初始成本为1 000万美元，费用按年末资产负债表上的净投入资本计算。那么，在基金存续期内，共能得到多少管理费？以专栏16-1中的四种方法分别计算。
9. 2006年和2007年上半年期间，私募股权投资机构可以从投资银行中得到什么平时不可能得到的特权？
10. 当私募股权投资基金与管理层合作进行一次潜在的收购时，为什么他们会避免交易的提前信息披露？
11. 你认为为什么更多的公司不通过增加债务对资产负债表进行资本重组，从而取得像私募股权投资基金组合公司那样的收益？投资银行曾经向上市公司推荐过杠杆化资本重组吗？为什么？
12. 由于私募股权投资机构希望在交易中最小化其权益比例以最大化收益，因此在金融交易中所使用的债务数量应该是债务提供者所能接受的目标公司的最大杠杆金额。那么，为什么这些公司愿意为了杠杆化资本重组承担更多的债务呢？

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

第 17 章　杠杆收购的财务模型

本章内容可与以下案例互作参考："玩具反斗城杠杆收购"。

如前文所述，杠杆收购的目标公司通常都属于成熟行业，并且具有稳定增长的现金流，以此来偿还大量的债务以及向金融投资者支付股息。另外，目标公司通常有较低的资本性支出和杠杆率，而且资产应该是可以被出售的。金融投资者通常在 3～7 年后退出，退出方式通常是首次公开发行，或者并购出售给战略投资者或其他金融投资者。从历史数据来看，金融投资者对投资设定的目标内部收益率（IRR）超过 20%。如果最大限度地利用可承受杠杆，相应尽量减少权益出资的比例，并以可能的最低价格收购目标公司，就可能使金融投资者获得高收益。

金融投资者要求目标公司的管理层致力于提高公司的市场份额和利润率，并实现自由现金流的增长。有时，经营活动的改进能提高 EV/EBITDA 倍数（参考第 4 章），但是这种情况并不常见。对于私募股权投资者来说，要实现目标 IRR 的收益，公司必须实现现金流的增长以偿还持有期内的债务（会导致权益比例上升），随后在未来将公司以增长后现金流的一定倍数出售（见图 17-1）。图 17-2 给出了实现 IRR 的收益的三种可能途径：去杠杆化、提高利润率和倍数扩张。

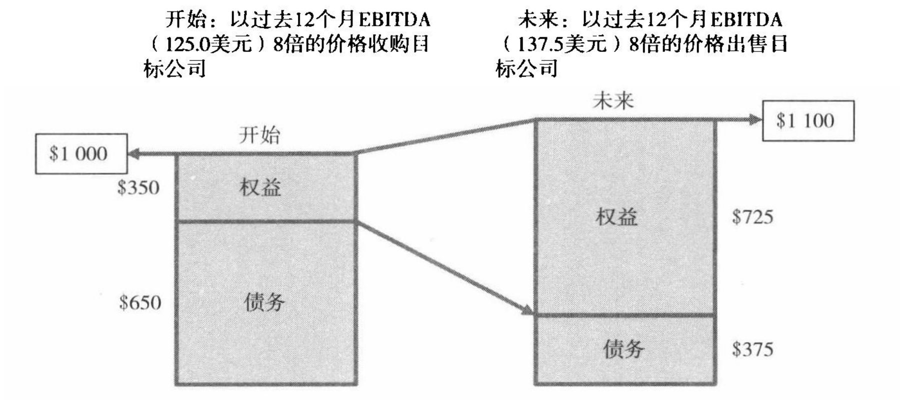


图 17-1　杠杆收购目标：在持有期偿还债务

资料来源：Training the Street，Inc.

杠杆收购的分析包括：现金流预测、终值预测（即金融投资者预期在 3～7 年后出售公司的价格）和现值确定（即金融投资者在今天愿意为公司支付的价格），这种分析最终求解出投资的 IRR（即适用的折现率）。如果杠杆收购模型基于投资风险和市场情况假定了一个金融投资者要求的最低 IRR，则可以求解出在实现该目标 IRR 的条件下公司的收购价格。从根本上说，杠杆收购法回答了这样一个问题：在满足投资者风险调整后收益要求的前提下，为了赚取年复合收益

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

率，投资者能够为公司所支付的最高收购价格是多少。

假设以过去12个月EBITDA（125.0美元）8倍的价格收购目标公司

	1.去杠杆化	2.去杠杆化、提高利润率	3.去杠杆化、提高利润率、倍数扩张
资金来源			
债务总额	$650.0	$650.0	$650.0
权益总额	350.0	350.0	350.0
总计	$1 000.0	$1 000.0	$1 000.0
第5年的假设			
用于偿债的累计现金盈余	$167.6	$212.3	$212.3
预测EBITDA	125.0	164.5	164.5
假设退出倍数	8.0x	8.0x	9.0x
交易价值	1 000.0	1 316.0	1 480.5
+/-净债务①	(482.4)	(437.7)	(437.7)
权益价值	$517.6	$878.2	$1 042.8
IRR收益（5年退出）	8.1%	20.2%	24.4%

图 17-2 杠杆收购：实现收益的三种途径

① 债务总额 − 用于偿债的累计现金盈余 = 净债务

资料来源：Training the Street，Inc.

分析杠杆收购时要考虑是否有足够的预测现金流既能满足公司的日常运作又能偿还债务的本金和利息。另外，分析也需要确定在未来某一时刻是否有足够的现金流来向私募股权投资者支付股息。事实上，偿债和支付股息的能力能带来更高的 IRR。

17.1 确定可用于偿债的现金流和债务来源

杠杆收购法的出发点是确定用于偿还目标公司未来债务的可用现金流。可以通过增加折旧和摊销来增加净收入，也可以通过递延税的变化、其他非现金支出和净营运资本的变化来使净收入发生增减。经营活动产生的现金流减去资本性支出能够得到可用于偿债的现金流（见专栏 17-1）。计算出可用于偿债的现金流后，金融发起人就可以与投资银行商讨用于收购目标公司的债务总额，鉴于目标公司的现金流和目标公司及其所处行业的风险特征，投资银行会确定市场可接受的债务融资额度（见专栏 17-2）。如果相关风险看起来过高，投资银行及其金融发起人会缩减其债务融资额度。为收购融资的最大合适债务额度确定后，投资银行和金融发起人才能确定债务来源，包括：优先级贷款、次顺位贷款、高收益债务和夹层融资（见专栏 17-3 和专栏 17-4）。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 17-1 确定可用于偿债的现金流

	净收入
+	折旧和摊销
+/-	递延税的变化
+/-	其他非现金支出的变化
+/-	净营运资本的变化
=	经营性现金流
-	资本性支出
=	可用于偿债的现金流

专栏 17-2 哪些因素决定了负债能力

行业风险	公司风险	结构性风险
• 增长速度和规模 • 行业周期 • 进入壁垒 • 资本密集度 • 供应商和客户的相对实力 • 技术更新的速度/替代品的威胁 • 环境问题 • 监管风险	• 竞争地位 • 历史业绩 • 规划的可实现度 • 管理深度和管理质量 • 定性指标 ○ 信息质量 ○ 股东支持力度	• 定量指标 ○ 规模 ○ 杠杆率 ○ 偿付率 • 证券（其他选择） • 还款来源 ○ 假设是否可信 • 估值/权益缓冲 • 可比交易 • 行业内其他成功杠杆收购案例 • 杠杆约束下的增长能力

资料来源：Traning the Street，Inc.

专栏 17-3 典型的资本结构

- 优先级贷款
  - 循环贷款
  - 定期贷款
- 次顺位贷款
- 高收益债务
  - 优先级票据
  - 优先次级票据
- 夹层融资/实物支付/认股权证/优先股
- 普通股

资料来源：Training the Street，Inc.

专栏 17-4 常用的财务参数

- 主要财务指标
  - 总负债/EBITDA
  - 优先级银行贷款/ EBITDA
  - EBITDA/利息偿付

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

- ○（EBITDA－资本性支出）/利息偿付
- ○ 银行贷款结算
- ○ 权益出资
- ● 常见的取值区间[①]
- ○ 3.5～5.5倍
- ○ 2.5～3.5倍
- ○ 大于2.0倍
- ○ 大于1.6倍
- ○ 6～8年
- ○ 至少在20%～35%
- ● 影响财务指标的因素
- ○ EBITDA的确定
- ○ 营运费用与资本性支出增长
- ○ 平均营运资本需求与最高营运资本需求
- ○ 表外融资

① 这些取值区间适用于2007年信贷危机前的情况，随后的市场环境恶化导致了更低的债务比率、更高的利息偿付率和更高的权益出资要求。2006～2007年，很多交易的总负债/EBITDA倍数达到了8倍。

资料来源：Training the Street，Inc.

17.2 确定金融发起人的内部收益率

下一步是分析杠杆收购的内部收益率（IRR）。IRR由收购价格中的权益出资部分与在未来投资退出时预期的权益市场价值决定，如果在投资期间发生了股息支付，在计算IRR时，还需要考虑股息的影响。通常，收购价格区间取决于相应的权益投资额（如前所述，在计算出了可动用的债务资金上限后，才能确定这个额度）。权益额度必须与预期现金流和最终退出时的预期权益价值（风险调整后）结合起来，从而得出可被金融发起人接受的IRR水平。最终确定的IRR如果低于可以接受的水平，那么金融发起人必须降低收购价格或减少权益投资的比重，即使这样会增加债权投资的比重。换句话说，这是一个相互博弈的过程，有时需要金融发起人适当地降低其最低IRR要求，或放弃投资机会，取决于目标公司的价格预期与竞争对手的报价。此外，金融发起人评估某个项目的IRR时，还会考虑项目本身的风险，通常风险越高意味着金融发起人要求的IRR会更高。

最终，金融发起人会综合考虑投资的利润、风险、投资退出所需时间等因素。针对初始权益投资，投资者会考虑投资退出时的综合收益率，以在IRR最大化与投资退出时现金收益最大化间寻求平衡。例如，面对两个投资机会：一个是两年期IRR为30%，到期时的现金收益为690美元；另一个是4年期IRR为25%，到期时的现金收益为1441美元。虽然第一个投资项目的IRR更高，但大部分投资者都会选择第二个投资项目（见表17-1）。这不仅是因为在初始权益都为1 000美元的情况下，第二个投资机会的到期现金收益更高，而且第二个投资机会的投资倍数为2.44倍，要显著高于第一个投资机会的1.69倍。之所以放弃高IRR的项目，是因为这部分投资者对新风险持有“厌恶”态度，他们宁愿将已有的投资资产持有更长的时间，也不愿意为了高IRR而承担频繁更换新项目所带来的风险与费用。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 17-1 IRR 与投资倍数比较

初始权益投资（美元）	持有期限（年）	IRR（%）	退出权益价值（美元）	利润（美元）	投资倍数
1 000	2	30	1 690	690	1.69
1 000	4	25	2 441	1 441	2.44
1 000	6	20	2 986	1 986	2.99

17.3 确定收购价格和出售价格

金融发起人通常会根据企业价值相对于 EBITDA 的倍数来确定目标资产的收购价格。在咨询投资银行后，金融发起人会确定收购的价格倍数，如果战略投资者在该价格倍数下仍准备收购目标公司，他们会考虑是否在其目标 IRR 基础上给出更高的价格倍数（通常而言，金融投资者支付的价格没有战略投资者高，因为无法像战略投资者那样存在并购协同效应，但杠杆此时能够起作用)。IRR 取决于债务融资能力以及可用于偿债的现金流。收购价格的确定是一个相互博弈的过程。金融发起人在预测未来出售价格时用的倍数，通常与确定初始投资是同一个倍数。但是，如果出售预期是通过首次公开发行，通常会用可比公司倍数；如果是通过并购出售，通常会用可比交易倍数。此外，当目标公司的管理层或所处的行业具有正面的转变预期时，倍数通常会提高；当出现负面预期时，则会降低。关于估值倍数更详细的讨论见第 4 章。

17.4 杠杆收购法的例子

2005 年，KKR、贝恩资本和沃那多房地产信托公司联合收购了玩具反斗城公司。这三家机构所组成的联盟我们统称为 KKR。在这个实际的杠杆收购案例基础上，我们进行了一定的简化，并运用此书中的知识对该案例进行分析。

17.4.1 预测收入、利润、折旧与摊销、资本性支出、营运资本、利率和税率

了解目标公司的财务报表状况是杠杆收购法的第一步。表 17-2、表 17-3 和表 17-4 是玩具反斗城的财务报表。KKR 将这三个表的信息汇总到了表 17-5，从而能够更方便地分析玩具反斗城的历史销售增长与利润率。他们还将对玩具反斗城进行尽职调查，分析玩具反斗城在将来是否能够保持相似的或实现更好的利润率与销售增长。KKR 已经完成了预期投资期内玩具反斗城资产负债表、利润表与现金流量表的数据预测，并在此基础上确定用于评估公司未来价值的预测现金流。公司未来价值可以通过以下公式计算：未来某个时间项目出售时的预期 EBITDA 乘以那个时点的 EV/EBITDA 倍数。

销售收入作为资产负债表、利润表与现金流量表的重要组成部分，KKR 会假设合理的收入增长率。在收入预测完成后，会假定利润表中的其他会计项目（例如销售成本、管理费用、折旧与摊销等）与销售收入保持不变比率（或稍微降低），这一比率可以根据历史数据计算（见表 17-6）。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

关于资本性支出，通常假设每年的资本性支出等于年折旧额以保持资产基础不变[⊖]。然而，KKR 可能提高玩具反斗城的资产基础，这样资本性支出就会高于折旧额，也有可能减少资本性支出，从而降低资产基础。

尽管营运资本可以设定为收入的一定比例，但 KKR 根据单独的资产负债表项目和预期的资产负债表中会导致营运资本改变的变化因素，计算出了营运资本（见表 17-7）。根据联邦税率 35%（州或地方的税率可能会高达 38%），KKR 可以预测玩具反斗城未来的税率（这个税率可以是不变、增加或减少，通过已知的和未来的税收政策进行调整）。假定未来适用于玩具反斗城的利率要比以前的高，这样能够更好地反映项目存在的杠杆，以及相应的债权人更高的风险（见表 17-8）。

表 17-2 合并财务结果 （单位：100 万美元，除每股数据外）

	会计年度		
	2003 年 2 月 1 日	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
销售收入	11 305	11 320	11 100
增长率		0.1%	-1.9%
销售成本	(7 799)	(7 646)	(7 506)
销售毛利	3 506	3 674	3 594
增长率		4.8%	-2.2%
比率	31.0%	32.5%	32.4%
管理费用	(2 724)	(3 026)	(2 932)
增长率		11.1%	-3.1%
比率	-24.1%	-26.7%	-26.4%
息税折旧及摊销前利润（调整前）	782	648	662
增长率		-17.1%	2.2%
比率	6.9%	5.7%	6.0%
折旧与摊销	(339)	(368)	(354)
重组及其他费用	0	(63)	(4)
息税前利润	443	217	304
增长率		-51.0%	40.1%
比率	3.9%	1.9%	2.7%
利息支出	(119)	(142)	(130)
利息及其他收入	9	18	19
税前利润	333	93	193
增长率		-72.1%	107.5%
比率	2.9%	0.8%	1.7%
所得税	(120)	(30)	59
净利润	213	63	252
增长率		-70.4%	300.0%
比率	1.9%	0.6%	2.3%
稀释每股收益	1.02	0.29	1.16

⊖ 考虑到通胀因素，资本性支出通常会以比折旧更高的速率增加，从而使得有形资产（如厂房、设备）的实际价值不会下降。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

	会计年度		
	2003 年 2 月 1 日	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
增长率		－71.6%	300.0%
调整后合并息税折旧及摊销前利润			
息税折旧及摊销前利润（调整前）	782	648	662
加回 Toy R Us 美国市场	0	0	118
调整后合并息税折旧及摊销前利润	782	648	780
增长率		－17.1%	20.4%
比率	6.9%	5.7%	7.0%

表 17-3 合并资产负债表 （单位：100 万美元）

	会计年度末	
	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
资产		
货币资金	1 432	1 250
短期投资	571	953
应收账款与其他应收账款	146	153
存货	2 094	1 884
可供出售的物业资产	163	7
一年内到期的衍生品资产	162	1
预付账款与其他流动资产	161	159
流动资产合计	4 729	4 407
固定资产		
房地产	2 165	2 393
其他固定资产	2 274	1 946
固定资产合计	4 439	4 339
商誉	348	353
衍生品资产	77	43
递延税款借项	399	426
其他资产	273	200
资产合计	10 265	9 768
负债与股东权益		
短期借款	0	0
应付账款	1 022	1 023
预提费用和其他流动负债	866	881
应交税金	319	245
一年内到期的非流动负债	657	452
流动负债合计	2 864	2 601
长期借款	2 349	1 860
递延税款贷项	538	485
衍生品负债	26	16
递延税金负债	280	269

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

	会计年度	
	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
其他负债	225	212
Toysrus. com 少数股东权益	9	0
负债合计	6 291	5 443
股东权益		
普通股	30	30
资本公积	407	405
留存收益	5 308	5 560
累积其他综合损失	(64)	(7)
受限股	0	(5)
库存股，以成本计	(1 707)	(1 658)
股东权益合计	3 974	4 325
负债与股东权益合计	10 265	9 768

表 17-4 合并现金流量表 （单位：100 万美元）

	会计年度末		
	2003 年 2 月 1 日	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
经营活动产生的现金流量			
净利润	213	63	252
将净利润调整为经营活动净现金流量			
折旧与摊销	339	368	354
受限股票摊销	0	0	7
递延税款	99	27	(40)
Toysrus. com 少数股东权益	(14)	(8)	(6)
其他非现金项目	(9)	1	2
重组及其他非现金费用	0	63	4
经营性资产与债务变动			
应收账款与其他应收账款	8	62	(5)
存货	(100)	133	221
待摊费用和其他经营性资产	(118)	28	76
应付账款、预提费用及其他债务	109	117	(45)
应交税金	48	(53)	(74)
经营活动产生的现金流流量净额	575	801	746
投资活动产生的现金流量			
资本性支出	(395)	(262)	(269)
出售固定资产所得	0	0	216
购买 SB 玩具公司	0	0	(42)
购买短期投资及其他	0	(572)	(382)
投资活动产生的现金流量净额	(395)	(834)	(477)
筹资活动产生的现金流量			
短期借款	0	0	0
长期借款	548	792	0
长期债务偿还	(141)	(370)	(503)
库存现金的增加或减少	(60)	60	0

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

	会计年度		
	2003 年 2 月 1 日	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
股票和认股协议发行收入	266	0	0
行使股票期权收入	0	0	27
筹资活动产生的现金流量净额	613	482	(476)
汇率变动对货币资金的影响	(53)	(40)	25
货币资金			
期间的增减	740	409	(182)
期初	283	1 023	1 432
期末	1 023	1 432	1 250

表 17-5 各业务单元的财务数据（单位：100 万美元）

	会计年度						会计年度		
	2003 年 2 月 1 日	占总额比例（%）	2004 年 1 月 31 日	占总额比例（%）	2005 年 1 月 29 日	占总额比例（%）	2003 年 2 月 1 日	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
各业务单元的销售收入							各业务单元增长率（%）		
玩具反斗城（美国）	6 755	59. 8	6 326	55.9	6 104	55. 0		-6. 4	-3. 5
玩具反斗城（国际）	2 161	19. 1	2 470	21. 8	2 739	24. 7		14. 3	10. 9
宝宝反斗城	1 595	14. 1	1 738	15. 4	1 863	16. 8		9. 0	7. 2
Toysrus. com	340	3. 0	371	3. 3	366	3. 3		9. 1	-1. 3
小鬼反斗城	454	4. 0	415	3. 7	28	0. 3		-8. 6	-93. 3
销售额合计	11 305	100. 0	11 320	100. 0	11 100	100. 0		0. 1	-1. 9
各业务单元的经营利润							各业务单元利润率（%）		
玩具反斗城（美国）	256	49. 4	70	20. 4	4	0. 9	3. 8	1. 1	0. 1
玩具反斗城（国际）	158	30. 5	166	48. 4	220	51. 9	7. 3	6. 7	8. 0
宝宝反斗城	169	32. 6	192	56. 0	224	52. 8	10. 6	11. 0	12. 0
Toyrus. com	(37)	-7. 1	(18)	-5. 2	1	0. 2	-10. 9	-4. 9	0. 3
小鬼反斗城①	(28)	-5. 4	(67)	-19. 5	(25)	-5. 9	-6. 2	-16. 1	-89. 3
经营利润合计	518	100. 0	343	100. 0	424	100. 0	4. 6	3. 0	3. 8
公司成本②	(75)		(63)		(116)				
重组费用	0		(63)		(4)				
报告期经营利润	443		217		304		3. 9	1. 9	2. 7
各业务单元调整后 EBITDA							各业务单元利润率（%）		
玩具反斗城（美国）③	447	55. 1	264	39. 3	322	37. 4	6. 6	4. 2	5. 3
玩具反斗城（国际）	210	25. 9	227	33. 8	295	34. 3	9. 7	9. 2	10. 8
宝宝反斗城	197	24. 3	223	33. 2	262	30. 5	12. 4	12. 8	14. 1
Toyrus. com	(33)	-4. 1	(16)	-2. 4	1	0. 1	-9. 7	-4. 3	0. 3
小鬼反斗城①	(10)	-1. 2	(27)	-4. 0	(20)	-2. 3	-2. 2	-6. 5	-71. 4
调整后业务单元 EBITDA 合计	811	100. 0	671	100. 0	860	100. 0	7. 2	5. 9	7. 7
公司成本②	(75)		(63)		(116)				
加回：其他折旧与摊销	46		40		36				
合并调整后业务单元 EBITDA 总计	782		648		780		6. 9	5. 7	7. 0

① 包含 2003 年因所有店铺关闭而导致的 4 900 万美元减值和 2 400 万美元加速折旧。
② 包含 Toy Box 公司的费用和经营结果，以及玩具反斗城日本公司的净权益收入。因我们的战略观点和《萨班斯－奥克斯利法案》第 404 节的规定，增长了 2 900 万美元。另外，我们增加了因 2004 年公司总部经营调整而产生的 800 万美元和因弹性报酬支出而增加的 1 900 万美元。
③ 2005 财年的 EBITDA 根据加回 13 200 万美元存货减值和减去诉讼和解 11 800 万美元相关的 1 400 万美元调整得出。
资料来源：Toys “R” Us FYE 2005 10-K Filing.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 17-6　利润表

（单位:100 万美元）

每个会计年度末的1月31日	真实数据			预测数据									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
合并后销售收入	11 305.0	11 320.0	11 100.0	10 875.2	10 456.3	10 405.8	10 741.8	11 140.9	11 554.9	11 984.2	12 429.4	12 891.2	13 370.2
增长率		0.1%	-1.9%	-2.0%	-3.9%	-0.5%	3.2%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
各业务单元的销售成本与管理费用	10 494.0	10 649.0	10 240.0	9 986.4	9 569.5	9 501.9	9 799.4	10 155.5	10 532.8	10 924.1	11 330.0	11 750.9	12 187.5
比率	92.8%	94.1%	92.3%	91.8%	91.5%	91.3%	91.2%	91.2%	91.2%	91.2%	91.2%	91.2%	91.2%
各业务单元的 EBITDA	811.0	671.0	850.0	888.7	886.9	903.9	942.5	985.5	1 022.1	1 060.1	1 099.4	1 140.3	1 182.7
比率	7.2%	5.9%	7.7%	8.2%	8.5%	8.7%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%
公司费用	29.0	23.0	80.0	27.9	26.8	26.7	27.6	28.6	29.6	30.7	31.9	33.1	34.3
比率	0.3%	0.2%	0.7%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
调整后 EBITDA	782.0	648.0	780.0	860.8	860.0	877.2	914.9	956.9	992.4	1 029.3	1 067.6	1 107.2	1 148.4
增长率		-17.1%	20.4%	10.4%	-0.1%	2.0%	4.3%	4.6%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
比率	6.9%	5.7 %	7.0%	7.9%	8.2%	8.4%	8.5 %	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
各业务单元的折旧与摊销	293.0	328.0	318.0	304.4	288.5	284.6	293.2	303.8	315.1	326.8	339.0	351.5	364.6
比率	2.6%	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
其他折旧与摊销	46.0	40.0	36.0	35.3	33.9	33.7	34.8	36.1	37.5	38.9	40.3	41.8	43.4
比率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
重组费用	0.0	63.0	4.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
合并后 EBIT	443.0	217.0	422.0	521.1	537.6	558.9	586.8	616.9	639.9	663.6	688.3	713.9	740.4
增长率		-51.0%	94.5%	23.5%	3.2%	4.0%	5.0%	5.1%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
比率	3.9%	1.9%	3.8%	4.8%	5.1%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
利息费用													
原有负债				139.0	116.8	100.3	88.2	74.1	57.8	39.4	18.7	3.9	0.0
优先级担保贷款				47.3	50.8	54.3	57.8	61.3	64.8	66.5	66.5	54.5	22.5
无担保过桥贷款				209.0	209.0	209.0	209.0	209.0	209.0	209.0	209.0	209.0	209.0
担保欧洲过桥贷款				90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
住房抵押贷款协议				64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0
利息支出合计				549.2	530.5	517.5	509.0	498.3	485.6	468.9	448.2	421.4	385.5
资产负债表上现金利息收入				40.5	46.8	53.0	59.2	65.5	71.7	77.9	77.9	77.9	77.9
税前收入				12.4	53.9	94.3	137.1	184.1	226.0	272.7	318.0	370.4	432.8
可抵扣税收额度				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

每个会计年度末的1月31日	真实数据			预测数据									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
应交税金(35%)				4.3	18.9	33.0	48.0	64.4	79.1	95.4	111.3	129.7	151.5
净利润				8.1	35.0	61.3	89.1	119.6	146.9	177.3	206.7	240.8	281.3
增长率					334.2%	75.1%	45.3%	34.3%	22.8%	20.7%	16.6%	16.5%	16.8%
比率				0.1%	0.3%	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%	2.1%
出售商店的税后所得				217.7	185.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
未分配利润				225.8	220.8	61.3	89.1	119.6	146.9	177.3	206.7	240.8	281.3

表 17-7　资产负债表

（单位:100 万美元）

会计年度末的1月31日	真实数据			预测数据									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
资产													
货币资金			1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0
应收账款与其他应收账款			153.0	149.9	144.1	143.4	148.1	153.6	159.3	165.2	171.3	177.7	184.3
存货			1 884.0	1 837.3	1 760.6	1 748.2	1 802.9	1 868.4	1 937.9	2 009.9	2 084.5	2 162.0	2 242.3
其他流动资产			167.0	163.6	157.3	156.6	161.6	167.6	173.8	180.3	187.0	193.9	201.2
流动资产合计			3 451.0	3 397.9	3 309.1	3 295.2	3 359.6	3 436.6	3 518.0	3 602.4	3 689.9	3 780.6	3 874.8
固定资产			4 339.0	4 216.8	4 103.5	3 993.3	3 880.0	3 762.9	3 641.4	3 515.4	3 384.8	3 249.2	3 108.6
商誉			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
新增商誉			2 684.0	2 684.0	2 684.0	2 684.0	2 684.0	2 684.0	2 684.0	2 684.0	2 684.0	2 684.0	2 684.0
其他资产			669.0	669.0	669.0	669.0	669.0	669.0	669.0	669.0	669.0	669.0	669.0
资产合计			11 143.0	10 967.7	10 765.6	10 641.5	10 592.7	10 552.5	10 512.4	10 470.8	10 427.6	10 382.8	10 336.4
负债与股东权益													
应付账款			1 023.0	997.7	956.0	949.3	979.0	1 014.6	1 052.2	1 091.3	1 131.9	1 173.9	1 217.6
预提费用与其他流动负债			1 126.0	1 098.1	1 052.3	1 044.8	1 077.5	1 116.7	1 158.2	1 201.2	1 245.9	1 292.1	1 340.2
流动负债合计			2 149.0	2 095.8	2 008.3	1 994.1	2 056.5	2 131.3	2 210.4	2 292.6	2 377.7	2 466.1	2 557.7
原有负债			2 312.0	1 964.1	1 628.7	1 457.4	1 257.1	1 022.6	756.4	455.4	120.3	0.0	0.0
优先级担保贷款			700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	700.0	446.4	27.0

书最多 www.szd123.net

无担保过桥贷款	1 900.0	1 900.0	1 900.0	1 900.0	1 900.0	1 900.0	1 900.0	1 900.0	1 900.0	1 900.0	1 900.0
担保欧洲过桥贷款	1 000.0	1 000.0	1 000.0	1 000.0	1 000.0	1 000.0	1 000.0	1 000.0	1 000.0	1 000.0	1 000.0
住房抵押贷款协议	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0	800.0
非流动负债合计	6 712.0	6 364.1	6 028.7	5 857.4	5 657.1	5 422.6	5 156.4	4 855.4	4 520.3	4 146.4	3 727.0
递延税款贷项	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0	485.0
其他债务	497.0	497.0	497.0	497.0	497.0	497.0	497.0	497.0	497.0	497.0	497.0
负债合计	9 843.0	9 441.9	9 019.0	8 833.5	8 695.6	8 535.8	8 348.8	8 129.9	7 880.1	7 594.5	7 266.7
股东权益											
新增优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
发起人权益	1 300.0	1 300.0	1 300.0	1 300.0	1 300.0	1 300.0	1 300.0	1 300.0	1 300.0	1 300.0	1 300.0
未分配利润	0.0	225.8	446.6	508.0	597.1	716.7	863.6	1 040.9	1 247.6	1 488.4	1 769.7
股东权益合计	1 300.0	1 525.8	1 746.6	1 808.0	1 897.1	2 016.7	2 163.6	2 340.9	2 547.6	2 788.4	3 069.7
负债与股东权益合计	11 143.0	10 967.7	10 765.6	10 641.5	10 592.7	10 552.5	10 512.4	10 470.8	10 427.6	10 382.8	10 336.4
误差	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

表 17-8 利率与营运资本假设

（单位:100 万美元）

每个会计年度末的 1 月 31 日	真实数据			预测数据									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
利率假设													
LIBOR			2.75%	3.25%	3.75%	4.25%	4.75%	5.25%	5.75%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
现金利率收益			2.75%	3.25%	3.75%	4.25%	4.75%	5.25%	5.75%	6.25%	6.25%	6.25%	6.25%
负债利率		LIBOR 利差	固定										
原有负债			6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
优先级担保贷款		3.50%		6.75%	7.25%	7.75%	8.25%	8.75%	9.25%	9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
无担保过桥贷款			11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%

书最多 www.szd123.net
书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

每个会计年度末的1月31日	真实数据		预测数据										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
担保欧洲过桥贷款			9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%	9.00%
住房抵押贷款协议			8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
营运资本假设													
应收账款与其他应收账款		146.0	153.0	149.9	144.1	143.4	148.1	153.6	159.3	165.2	171.3	177.7	184.3
周转期		4.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
存货		2 094.0	1 884.0	1 837.3	1 760.6	1 748.2	1 802.9	1 868.4	1 937.9	2 009.9	2 084.5	2 162.0	2 242.3
周转期		5.1	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4	5.4
其他流动资产		486.0	167.0	163.6	157.3	156.6	161.6	167.6	173.8	180.3	187.0	193.9	201.2
周转期		15.7	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
应付账款		1 022.0	1 023.0	997.7	956.0	949.3	979.0	1 014.6	1 052.2	1 091.3	1 131.9	1 173.9	1 217.6
周转期		35.0	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5	36.5
预提费用与其他流动负债		1 185.0	1 126.0	1 098.1	1 052.3	1 044.8	1 077.5	1 116.7	1 158.2	1 201.2	1 245.9	1 292.1	1 340.2
周转期		40.6	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1	40.1
流动资产合计		2 726.0	2 204.0	2 150.9	2 062.1	2 048.2	2 112.6	2 189.6	2 271.0	2 355.4	2 442.9	2 533.6	2 627.8
流动负债合计		2 207.0	2 149.0	2 095.8	2 008.3	1 994.1	2 056.5	2 131.3	2 210.4	2 292.6	2 377.7	2 466.1	2 557.7
营运资本		519.0	55.0	55.1	53.8	54.1	56.1	58.4	60.5	62.8	65.1	67.5	70.0
应收账款与其他应收账款增减			(7.0)	3.1	5.8	0.7	(4.6)	(5.5)	(5.7)	(5.9)	(6.1)	(6.4)	(6.6)
存货增减			210.0	46.7	76.7	12.4	(54.7)	(65.5)	(69.4)	(72.0)	(74.7)	(77.4)	(80.3)
其他流动资产增减			319.0	3.4	6.3	0.8	(5.1)	(6.0)	(6.2)	(6.5)	(6.7)	(6.9)	(7.2)
应付账款增减			1.0	(25.3)	(41.7)	(6.7)	29.7	35.6	37.7	39.1	40.5	42.1	43.6
预提费用与其他流动负债增减			(59.0)	(27.9)	(45.9)	(7.4)	32.7	39.2	41.5	43.0	44.6	46.3	48.0
营运资本增减			464.0	(0.1)	1.3	(0.3)	(2.0)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.5)
非流动资产增减				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债增减				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

17.4.2 计算收购倍数

2005 年 3 月 17 日，玩具反斗城宣布了其与 KKR 的交易协议，将以每股 26.75 美元、总计 77 亿美元（包括所有的交易费用）把整个公司出售给 KKR。收购价格代表了总的交易价值（包括企业价值与交易费用），是玩具反斗城 2005 年 EBITDA 的 9.9 倍，而企业价值则是公司 2005 年 EBITDA 的 9.4 倍。整个交易额中，KKR 权益出资的金额为 13 亿美元（见表 17-9 和表 17-10）。根据玩具反斗城宣布出售全球玩具业务的前一天股价计算，KKR 的收购价格相对股价溢价 63%。通过对包含交易费用的可比交易法分析，KKR 可能已经决定提高溢价的幅度，因为玩具反斗城持有大量的房地产（KKR 认为此部分的价值还未完全被市场认同）。不管怎样，KKR 所完成的财务预测显示，公司的现金流在投资持有期会增长。根据未来的现金流量，可以推算出未来出售的价格，并在此基础上计算出该项目的最终权益价值。与 KKR 的初始权益投资相比，计算出的内部收益率是可以被 KKR 接受的。

表 17-9 交易总结 （单位：100 万美元）

	价值		价值
每股价格（美元）	26.75	企业价值	7 359
隐含购买股份数（百万股）	220.6	交易费用	362
权益价值	5 900	企业价值（含费用）	7 721
其他交易价值（不含费用）	394	2005 年公司 EBITDA	780
原有债务	2 312	企业价值（不含费用）/2005 年 EBITDA	9.4x
资产负债表上现金余额	（1 247）	企业价值（含费用）/2005 年 EBITDA	9.9x

注：该模型假设 2005 年 1 月 29 日完成该交易，但实际完成时间为 2005 年 7 月 21 日。

表 17-10 资金来源及用途 （单位：100 万美元）

来源		用途	
资产负债表上现金	956	购买普通股	5 900
优先级担保贷款	700	购买股票期权和限制股	227
无担保过桥贷款	1 900	权益证券股息支付	114
担保欧洲过桥债券	1 000	购买股票权证	17
住房抵押贷款协议	800	交易费用	362
发起人权益	1 300	支付股息	36
合计	6 656	合计	6 656

各项费用汇总	
顾问费用和成本	78
融资费用	135
发起人费用	81
其他费用	68
合计	362

注：优先级担保贷款有 20 亿美元可用额度。

该表反映了 2005 年 7 月 21 日对玩具反斗城的交易可用的资金来源及用途：模型中使用的 9.56 亿美元的现金基于 2005 年 1 月 29 日的数据（见表 17-12）

资料来源：Toys "R" Us，Form 10-Q July 30，2015.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

17.4.3 确定收购后目标公司的资本结构

收购完成后，玩具反斗城的资本结构为：23亿美元原有债务，44亿美元新增债务，债务总额为67亿美元（见表17-11），以及13亿美元的权益。收购完成后，玩具反斗城的资产负债率高达83.7%，权益仅占总资产的16.3%。而收购前，权益和债务的占比分别为65%与35%。结果是，杠杆收购使得玩具反斗城资本结构的杠杆率大大提高（见表17-12）。

表17-11 杠杆总结

杠杆分析	（单位：100万美元）	杠杆倍数（倍）
原有债务	2 312	3.0
20亿美元优先级担保贷款	700	3.9
无担保过桥贷款	1 900	6.3
担保欧洲过桥贷款	1 000	7.6
住房抵押贷款协议	800	8.6
合计	6 712	8.6
资产负债表上现金及短期投资	-1 247	
净杠杆	5 465	7.0

注：模型假设交易完成于2005年1月29日，实际完成于2005年7月21日。

17.4.4 确定可偿债现金流

KKR用玩具反斗城的预计EBITDA减去资本性支出，然后根据营运资本的变化、长期固定资产与债务的变化以及需要支付的现金税款进行调整，最后得到可偿债现金流。此外，由于KKR通过出售玩具反斗城的商店会收回现金，所以这部分税后收入会增加现金流量。表17-13预测了从当前到2015年可用于偿债的现金流量。这部分金额还要考虑利息费用和利息收入的影响以得到实际可用于债务偿还的资金额。通常情况下，这些现金会用来偿还债务，在玩具反斗城项目中，表中显示23亿美元的原有债务会在并购之日立刻被偿还，然后优先级担保贷款会部分偿还。最终，通过可用现金偿还债务的结果是逐步减少总的债务，并改善总债务与EBITDA比率（见表17-13与表17-14）。降低债务的同时增加EBITDA会提高金融发起人的权益增长率，有助于帮助投资者实现预期IRR（见图17-1）。

玩具反斗城的预测现金流量表显示（见表17-13），2006年，3.479亿美元的可用现金将会用于偿还债务中到期的部分。[⊖]偿还这笔债务将会使总的债务由2005年的67.12亿美元下降到2006年的63.64亿美元（见表17-14）。经过2010年偿债之后，总债务还会持续下降到54.23亿美元（净债务额为41.76亿美元）。杠杆收购模型通常假定所有超额现金都会用来偿债。这是因为金融发起人认为这是超额现金最好的使用方式。然而，如果存在令人信服的投资机会，或者金融发起人希望公司支付大量的股息，这笔现金可能会被转变用途，除非银行贷款合同中有禁止支付股息或最小化股息支付额度及其他大型现金支付的规定。

⊖ 有时，会用一个预计的现金流区间代替，因为随着预计时间的拉长，对未来的现金流估计会越来越困难。一个多变的预计现金流反映出多种IRR结果和资产负债表新增债务的风险性。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 17-12 并购完成后的资产负债表 (单位：100 万美元)

	会计年度		并购后调整	会计科目调整
	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日		
资产				
货币资金	2 003	2 203	(956)	1 247
应收账款与其他应收款	146	153		153
存款	2 094	1 884		1 884
其他流动资产	486	167		167
流动资产合计	4 729	4 407	(956)	3 451
固定资产	4 439	4 339		4 339
商誉	348	353	(353)	0
新增商誉	0	0	2 684	2 684
其他资产	749	669		669
资产合计	10 265	9 768	1 375	11 143
负债与股东权益				
应付账款	1 022	1 023		1 023
预提费用和其他流动负债	1 185	1 126		1 126
流动负债合计	2 207	2 149	0	2 149
已有负债	3 006	2 312		2 312
优先级担保贷款	0	0	700	700
非担保过桥贷款	0	0	1 900	1 900
担保欧洲过桥贷款	0	0	1 000	1 000
住房抵押贷款协议	0	0	800	800
非流动负债合计	3 006	2 312	4 400	6 712
递延税款贷款	538	485		485
其他债务	540	497		497
负债合计	6 291	5 443	4 400	9 843
股东权益				
优先股	0	0	0	
发起人权益	0	0	1 300	1 300
未分配利润	3 974	4 325	(4 325)	0
股东权益合计	3 974	4 325	(3 025)	1 300
负债与股东权益合计	**10 265**	**9 768**	**1 375**	**11 143**

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 17-13 现金流量表

（单位:100 万美元）

每个会计年度的1月31日	真实数据			预测数据									
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
合并后 EBITDA				860.8	860.0	877.2	914.9	956.9	992.4	1 029.3	1 067.6	1 107.2	1 148.4
净资本性支出				217.5	209.1	208.1	214.8	222.8	231.1	239.7	248.6	257.8	267.4
EBITDA－资本性支出				643.3	650.9	669.1	700.1	734.1	761.3	789.6	819.0	849.4	881.0
营运资本增减				(0.1)	1.3	(0.3)	(2.0)	(2.3)	(2.2)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(2.5)
非流动资产增减				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债增减				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金税收				(4.3)	(18.9)	(33.0)	(48.0)	(64.4)	(79.1)	(95.4)	(111.3)	(129.7)	(151.5)
资产负债表上额外现金				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他现金				(4.4)	(17.6)	(33.3)	(50.0)	(66.7)	(81.3)	(97.7)	(113.6)	(132.1)	(154.0)
出售商店的税后收入				217.7	185.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可偿债现金流				856.6	819.1	635.8	650.1	667.4	680.1	691.9	705.3	717.3	727.0
利息费用合计				549.2	530.5	517.5	509.0	498.3	485.6	468.9	448.2	421.4	385.5
资产负债表上现金利息收入				40.5	46.8	53.0	59.2	65.5	71.7	77.9	77.9	77.9	77.9
债务摊销及偿付可用现金				347.9	335.4	171.3	200.4	234.5	266.2	301.0	335.1	373.9	419.4
已有负债偿还				(347.9)	(335.4)	(171.3)	(200.4)	(234.5)	(266.2)	(301.0)	(335.1)	(120.3)	0.0
优先级担保贷款偿还				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	(253.6)	(419.4)
剩余现金				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债表所需最少现金				1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0
资产负债表上期末现金				1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0	1 247.0
信用指标													
总负债/EBITDA			8.61x	7.39x	7.01x	6.68x	6.18x	5.67x	5.20x	4.72x	4.23x	3.74x	3.25x
净负债/EBITDA			7.01x	5.94x	5.56x	5.26x	4.82x	4.36x	3.94x	3.51x	3.07x	2.62x	2.16x
EBITDA/利息费用				1.57x	1.62x	1.69x	1.80x	1.92x	2.04x	2.20x	2.38x	2.63x	2.98x
(EBITDA－资本性支出)/利息费用				1.17x	1.23x	1.29x	1.38x	1.47x	1.57x	1.68x	1.83x	2.02x	2.29x
税收损失													
期初				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期间				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可抵押税收额度				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
期末				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 17-14 收益总结 （单位：100 万美元）

	真实数据	预测数据					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005 ~2010
合并后 EBITDA	780.0	860.8	860.0	877.2	914.9	956.9	4.2%
增长率	20.4%	10.4%	-0.1%	2.0%	4.3%	4.6%	
比率	7.0%	7.9%	8.2%	8.4%	8.5%	8.6%	
资本性支出		217 5	209.1	208 1	214.8	222 8	
利息费用合计		549.2	530.5	517.5	509.0	498.3	
负债合计	6 712	6 364	6 029	5 857	5 657	5 423	
货币资金	1 247	1 247	1 247	1 247	1 247	1 247	
净负债	5 465	5 117	4 782	4 610	4 410	4 176	
总负债/EBITDA	8.61x	7.39x	7.01x	6.68x	6.18x	5.67x	
净负债/EBITDA	7.01x	5.94x	5.56x	5.26x	4.82x	4.36x	
EBITDA/利息费用		1.57x	1.62x	1.69x	1.80x	1.92x	
（EBITDA - 资本性支出）/利息费用		1.17x	1.23x	1.29x	1.38x	1.47x	

收益（包括发起人费用）

EBITDA 乘数	投资收益率（%）	利润	含费用的投资回收率（%）	含费用的利润
7.00x	13.0	1 100.4	14.5	$1 181.4
7.50x	16.8	1 531.0	18.4	1 612.0
8.00x	20.2	1 961.6	21.8	2 042.6
8.50x	23.2	2 392.2	24.8	2 473.2
9.00x	26.0	2 822.8	27.6	2 903.8
9.50x	28.5	3 253.4	30.2	3 334.4
10.00x	30.8	3 684.0	32.5	3 765.0

17.4.5 计算信用指标

债权人会充分考虑在杠杆并购交易中因暴露于高杠杆公司所带来的风险。所以，它们需要严格控制公司总的债务额度与可用于支付债务利息的现金流。在借款时，债权人会考虑两种不同的债务比率：杠杆率与偿付率。

杠杆率限制了相对于目标公司 EBITDA 的可承担总负债额与净负债额。在玩具反斗城例子中，并购完成后，2005 年总负债与 EBITDA 的比率为 8.61，净负债与 EBITDA 的比率为 7.01（见表 17-14）。由于不断地偿还债务，这两种比率在逐年下降，到 2010 年时，已经分别降至 5.67 与 4.36。

偿付率要求公司每年产生的现金流要超过每年应支付的利息。例如，EBITDA 需超过某年需支付利息的一个固定比例。在玩具反斗城例子中，2006 年 EBITDA/利息费用为 1.57，（EBITDA - 资本性支出）/利息费用为 1.17。通过不断偿还债务，这两个比率在逐年提升，到 2010 年，前者已达到 1.92，后者为 1.47。

17.4.6 计算退出时权益价值、内部收益率和投资倍数

为了计算退出时权益价值、内部收益率（IRR）和投资倍数，首先必须计算退出年份的

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

EBITDA（玩具反斗城案例中为 2010 年，见表 17-15），然后用 EBITDA 乘以一系列的 EV/EBITDA 倍数，由此就可以推算出企业的价值。企业价值确定之后，就可以减去债务价值并加上现金，计算退出时的权益价值。更进一步，有时需确定非投资者（如管理层）持有的股票期权价值，并通过减去这部分价值得到投资者持有的权益价值。

在预测退出时对于投资者的权益价值所采用的最佳倍数时，主要取决于预计的买方是谁（首次公开发行出售、并购出售给战略投资者或金融发起人）以及在最初收购日对投资估值所采用的倍数。通常来说，投资者会在进入与退出投资时使用相同的倍数，但这也取决于投资时的具体情况以及外部环境。

在确定了一系列的权益价值后，基于投资的预期持有年限、资产的进入与退出的权益价值，就可以计算出 IRR 了。IRR 是使得未来现金流（包括出售时的权益价值）现值与当前权益投资成本相等的折现率。IRR 可在绝大多数的金融计算器上计算得到，当然，要给定以下变量：投资期（n）、初始投资（PV）、退出权益价值（FV）。在玩具反斗城的例子中，投资期为 5 年，初始投资为 13 亿美元（不含费用），退出权益价值为 41.2 亿美元。假设期间没有股息派发，由此计算出 IRR 为 26%。

表 17-15 收益汇总 （单位：100 万美元）

		退出倍数	企业价值	减去负债	加上现金	净负债	权益价值	管理层期权价值	发起人净权益价值
投资退出时	2010	7.00x	6 698.3	(5 422.6)	1 247.0	(4 175.6)	2 522.7	122.3	2 400.4
预测 EBITDA	956.9	7.50x	7 176.7	(5 422.6)	1 247.0	(4 175.6)	3 001.1	170.1	2 831.0
		8.00x	7 655.1	(5 422.6)	1 247.0	(4 175.6)	3 479.6	218.0	3 261.6
		8.50x	8 133.6	(5 422.6)	1 247.0	(4 175.6)	3 958.0	265.8	3 692.2
		9.00x	8 612.0	(5 422.6)	1 247.0	(4 175.6)	4 436.5	313.6	4 122.8
		9.50x	9 090.5	(5 422.6)	1 247.0	(4 175.6)	4 914.9	361.5	4 553.4
		10.00x	9 568.9	(5 422.6)	1 247.0	(4 175.6)	5 393.4	409.3	4 984.0

发起人收益

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	投资收益率（%）	利润
7.00	(1 300.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	2 400.4	13.0	1 100.4
7.50	(1 300.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	2 831.0	16.8	1 531.0
8.00	(1 300.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	3 261.6	20.2	1 961.6
8.50	(1 300.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	3 692.2	23.2	2 392.2
9.00	(1 300.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	4 122.8	26.0	2 822.8
9.50	(1 300.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	4 553.4	28.5	3 253.4
10.00	(1 300.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	4 984.0	30.8	3 684.0

发起人收益（包含初始费用）

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	投资收益率（%）	利润
7.00x	(1 219.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	2 400.4	14.5	1 181.4
7.50x	(1 219.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	2 831.0	18.4	1 612.0
8.00x	(1 219.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	3 261.6	21.8	2 042.6
8.50x	(1 219.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	3 692.2	24.8	2 473.2
9.00x	(1 219.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	4 122.8	27.6	2 903.8
9.50x	(1 219.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	4 553.4	30.2	3 334.4
10.00x	(1 219.0)	0.0	0.0	0.0	0.0	4 984.0	32.5	3 765.0

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

在表17-15中，KKR在2005年的初始权益投资为13亿美元，假设投资期为5年，到2010年时，投资者持有的权益价值可能在24亿~50亿美元，具体数值取决于使用的EV/EBITDA倍数的值。由于2005年该倍数为9.4，所以可以合理地假设退出时倍数在9.0~9.5，由此可以推测KKR在玩具反斗城收购项目中的IRR位于26%~28.5%。如果包括费用的话，收益率区间将是26.7%~30.2%。

如果倍数取值为9.0的话，那么预期的权益投资退出价值将会达到41.2亿美元，相对于初始投资额13亿美元多出28.2亿利润（不包括费用）。因此，预期的投资倍数（退出权益价值/进入权益价值）为41.2美元/13亿美元 = 3.17。

17.5 后信贷危机时代的杠杆收购

虽然KKR发起玩具反斗城杠杆收购时预期的IRR是26%或者更高，预期的投资倍数是3.17倍或者更高，但是这一交易一定伴随着相当大的风险。因而KKR在假定信贷、房地产及零售市场等状况恶化的情况下，进行了一系列的“压力测试”。在风险调整后的分析基础上，KKR或许会下调预期的投资收益率。事实上，在后信贷危机的环境中，大部分金融发起人的投资收益都显著下降。这一切之所以发生，是因为债权人此刻不愿意为杠杆收购提供以往那样的杠杆，这显著增加杠杆收购的成本。在杠杆减少的情况下，金融发起人不得不增加权益投资的比重，从而降低收益率。此外，2006~2008年，大量来自新的私募股权投资基金的资金使得收购的竞争加剧，也导致了投资收益的下降。2009年，许多投资者可接受IRR都在10%~15%，而其他一些金融发起人决定从非传统的投资渠道寻找收益。

习题

请同时参考“玩具反斗城杠杆收购”中的相关问题。

1. 杠杆收购法包含哪些方面？是为了解决什么？什么问题得到了回答？
2. 通过杠杆收购交易实现投资收益的三种途径是什么？
3. 确定可用于偿债的现金流的公式是什么？
4. 在杠杆收购融资时的关键信用指标是什么？

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 18 章　私募股权投资对公司的影响

本章内容可与以下案例互作参考："博龙与美国汽车工业"。

18.1　私募股权所有公司：管理与效率

2007 年年中开始的信贷危机从本质上放缓了私募股权投资的收购势头。在债务融资渠道被限制之后，私募股权投资市场被迫做出调整，进行去杠杆化。随之而来，越来越多的人开始审视和质疑：私募股权投资模式能否可以在没有"金融工程"支撑的情况下持续创造价值。

对于这个问题，世界经济论坛出版的《2009 年私募股权投资经济影响报告》指出：私募股权所有公司的管理通常优于其他企业形式，包括国有企业、家族企业、私人企业，即使在控制国家、行业、规模和员工技能等特征后也是如此。这是因为私募股权投资机构控制的公司很少有管理水平差的，然而其他形式的企业经常会被一些管理不善的该种形式的企业拖后腿。

尽管私募股权所有公司与股权分散公司的管理水平比较在统计上并不显著，但私募股权所有公司在管理实务得分上仍略高。私募股权所有公司的管理层灵活地采取以业绩为导向的雇用、裁员、薪酬及激励政策。这些公司拥有一套严格的、兼顾短期及长期经营目标的业绩考核标准。此类标准易于被员工理解且与公司的业绩紧密联系。私募股权所有公司同时善于运营管理，如采用精准管理、关注企业的持续改善和执行综合的业绩文档流程。

世界经济论坛发表的报告同时指出，私募股权所有公司相比其他所有权结构的公司效率更高。一项重要发现是：私募股权所有结构对就业的影响十分有限。尽管在收购完成后，公司往往会大幅裁员，但在随后的 3 年里公司会重新提供许多工作机会。此外，在工作效率和员工薪酬方面，私募股权所有公司也优于其他所有权形式的公司。专栏 18-1 概括了世界经济论坛报告的上述发现。

专栏 18-1　私募股权投资及目标公司效率调查：摘自"2009 年私募股权投资经济影响报告"

制造业的目标公司经历了自身业务创新能力的急剧下降。在私募股权投资交易完成后，目标公司在招聘和裁员、机构设立与退出、公司收购及剥离（涉及控制权）等方面得到了增强。总的来说，相同的模式适用于所有私募股权投资的目标公司。

被私募股权投资集团收购的公司在交易完成后的 2 年内效率平均提高了 2 个百分点。业绩差异的约 72% 反映出对目标公司现有业务的更有效管理，包括资源的快速重新分配。约

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

36% 的差异反映了目标公司更多的进入和退出对效率的贡献。另外，被私募股权所有收购的公司在被收购后，效率要比同行高。

无论是私募股权投资的目标公司还是其他比较公司，都不太可能关闭高效率的业务部门，但是私募股权所有公司的相关性更强。换句话说，私募股权投资者更愿意关闭其组合公司的低效业务部门（以劳动生产率为衡量标准）。

虽然目标公司与其他公司都倾向于以提高工资的形式和员工分享效率提高所带来的收益，但目标公司的效率提高与工资增长之间的相关性更强。效率增长越快，员工工资增长比平均水平更高。

在 AAA 级和 BB 级债券之间的利率利差非正常高的时期，目标公司的效率增长更大（与其他公司相比）。目标公司在资金压力下有更高的效率增长，其主要表现为目标公司各项业务和资源在高效部门与低效部门间的重新配置程度更高，以及关闭低效部门的比例更高。

资料来源："The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009." World Economic Forum Jan 2009.

总而言之，世界经济论坛得出结论：私募股权投资机构的确为目标公司提供了金融工程以外的增值服务；研究还表明私募股权所有公司在一系列的管理实务中表现得更好；在收购完成后的两年内，目标公司成长得更快。此外，研究还表明与非私募股权所有公司相比，私募股权所有公司更愿意以高工资的形式与员工分享效率提高带来的收益。

18.2 私募股权所有公司失败案例

除了支持私募股权所有模式的研究报告外，还有一些值得注意的失败案例。

18.2.1 夏威夷电信

夏威夷电信（HTC）（Hawaiian Telecom Communications，当时是夏威夷最大的电话运营商）于 2008 年 12 月向法院申请破产保护。凯雷集团 2005 年从威瑞森通讯公司手中以 16 亿美元的价格收购了 HTC，其中 4.25 亿美元为权益资本，余下部分为债务融资。不幸的是，凯雷集团从一开始便面临着许多困难，州政府的行业监管者推迟了收购的完成，并且公司在建设新的后台系统期间，客户账单以及客户服务问题一直困扰着公司。这导致很多客户放弃了 HTC 的有线及无线服务，公司的营业收入大幅下降，亏损严重。截至 2008 年 2 月，HTC 已经连续 3 个月亏损，迫使凯雷集团雇用企业整顿专家代替原来的 CEO 迈克尔·鲁莱作为过渡时期的 CEO。5 月，凯雷集团又换了另一位新的 CEO。7 个月以后，HTC 最终还是向法院申请了破产保护。

18.2.2 华盛顿互惠银行

2008 年 4 月，由得克萨斯太平洋集团（TPG）牵头的财团以 70 亿美元的价格收购了华盛顿互惠银行（WaMu，Washington Mutual，Inc.）。2008 年 9 月，作为美国最大储贷机构的 WaMu 被美国联邦存款保险公司（FDIC）接管。随后，在宣布公司的权益和债务无效之后，FDIC 将 WaMu 的银行业务以 19 亿美元的价格出售给了摩根大通。控股公司（不包括银行业务）随后按

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

照联邦破产法第十一章向法院申请了破产保护。TPG 共向 WaMu 投入了 13.5 亿美元，涉及 3 个旗下基金：管理资产额 150 亿美元的 TPG 五号基金损失 4.75 亿美元，管理资产额 200 亿美元的 TPG 六号基金损失 4.75 亿美元，管理资产额 60 亿美元的 TPG 金融合伙基金损失 4 亿美元。

18.2.3 2008 年统计

2008 年全美 287 家申请破产保护的公司中（资产在 100 万美元以上或营业收入在 1 000 万美元以上的公司），有 71 家（接近总数的 25%）为私募股权投资机构所有或者曾经所有的公司[⊖]。根据标准普尔的统计，2005～2008 年私募股权所有公司的债务增加了 4750 亿美元。在经济稳定时期，这些债务的风险可控，但在 2008 年非常恶劣的经济环境下，许多私募股权投资相关的公司无法承受这些巨额债务负担。

18.3 私募股权投资收购协议失败

18.3.1 加拿大贝尔

在安大略教师养老金计划、普罗维登斯资本、Madison Dearborn Partners 投资以及美林全球私募股权投资组成的联合财团签署协议宣布收购加拿大最大的移动电话运营商加拿大贝尔（BCE）的 18 个月后，联合财团放弃了这项收购。按最初高达 410 亿美元的估值，这本将成为史上最大的由私募股权投资主导的收购案（在交易宣布时）。此次收购交易的完成条件之一是相关审计机构出具企业偿债能力报告。收购方放弃交易的原因是毕马威的审计师认为此次交易可能导致 BCE 无法偿还债务，因此免除了四个收购方完成交易的义务。收购方表示因 BCE 的偿债能力导致交易失败，因此他们将不会向 BCE 支付 12 亿美元的交易终止费。由于股权收购方放弃了本次收购，花旗集团、德意志银行、苏格兰皇家银行以及多伦多道明银行也表示将不会向 BCE 提供原计划总额为 340 亿美元的债务融资。据预测，考虑到信贷市场的不佳状况，如果上述银行按原协议向 BCE 提供债务融资，可能会遭受高达 120 亿美元的损失。

此次交易失败中损失最大的是 BCE 的股东。他们曾期望收购方以每股 34 美元购买他们手中的股票。2008 年 12 月交易宣告失败后，BCE 的股价暴跌至 18.29 美元，给股东造成了约 126 亿美元的损失。

18.3.2 亨斯迈公司

2008 年 12 月 15 日，在达成初步协议 18 个月后，化学品制造和经销商亨斯迈公司宣布终止和阿波罗旗下翰森化工公司之间总值 65 亿美元的并购协议。亨斯迈公司曾起诉翰森公司和阿波罗要求对方继续完成此宗杠杆收购，但因高达 10 亿美元的和解协议，亨斯迈公司选择了撤诉。需向亨斯迈公司支付的 10 亿美元将由阿波罗、瑞信和德意志银行（瑞信和德意志银行最初承诺为此次

⊖ 数据来自 Capital IQ。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

收购提供债务融资）共同承担，其中阿波罗支付4.25亿美元交易终止费及附加认购2.5亿美元亨斯迈公司发行的10年期可转换商业票据；瑞信和德意志银行支付3.25亿美元交易终止费。

除了向瑞信和德意志银行要求交易终止费外，亨斯迈公司还继续向银行要求赔偿。亨斯迈公司宣称银行与阿波罗合谋蓄意破坏他们先前与巴塞尔工业公司签订的并购协议。此次纠纷最终于2009年6月达成庭外和解。

亨斯迈公司原本与欧洲大型化工企业巴塞尔工业公司达成协议，以每股25.25美元的价格出售股份，但阿波罗提供的每股28元美元的收购报价及已与银行达成的收购融资承诺改变了先前的并购计划进程。

当与阿波罗和翰森公司的杠杆收购失败后，亨斯迈公司的股价已经跌至10美元，这给亨斯迈公司的股东造成了36亿美元损失。第16章中的专栏16-4给出了更完整的介绍。

18.4 2006～2007年私募股权投资收购的组合公司

表18-1中列出了2006～2007年交易金额较大的私募股权投资收购交易。2008～2009年，所有这些公司的估值都低于其原收购价格。估值下降的数据来自于上市的私募股权投资机构黑石集团。黑石集团发布的2008年第三季报显示其第三季度损失4.152亿美元，全年损失11.6亿美元。2008年第四季度，继上一季度将所持有公司估值下调7%后，黑石集团又将其持有公司的估值平均下调了20%。组合公司估值下调使得黑石集团2009年3月31日收盘价比首次公开发行价格下跌了88%。表18-1概述了几个大型私募股权投资交易。

表18-1 2006～2007年大型私募股权投资交易

目标公司	收购方	交易金额（单位：100万美元）
得州能源	花旗集团、高盛资本、KKR、雷曼兄弟PE、摩根士丹利PE、TPG	44.2
办公物业投资信托公司	黑石集团	39.0
美国医院公司	贝恩资本、KKR、美林PE	33.5
美国第一资讯	KKR	30.8
Alltel公司	高盛、TPG	27.8
清晰频道通讯公司	贝恩 、托马斯－李	26.8
希尔顿酒店	黑石集团	26.5
哈拉斯娱乐公司	阿波罗、TPG	25.6
金德摩根	高盛资本、凯雷集团、Riverstone	21.6
艾伯森	SuperValu①，CVS②，博龙	17.1
飞思卡尔半导体公司	黑石集团、凯雷集团、珀米拉、TPG	16.6
Intelsat③	BC Partners	15.9
环球传媒	麦迪逊－迪尔伯恩、普罗维登斯、TPG、托马斯－李	13.9
VNU NV④	黑石集团、凯雷集团、KKR、托马斯－李、Hellman Friedman、AlpInvest⑤	11.5
飞利浦半导体公司	KKR、银湖、阿尔法	11.2
巴奥米特	黑石集团、高盛资本、KKR、TPG	10.9
家得宝	贝恩资本、CD&R、凯雷集团	10.3
总交易金额		383.2

① 美国最大连锁食品杂货店　② 美国连锁最多的药店
③ 国际通信卫星组织，运营商务通信卫星　④ 荷兰媒体公司
⑤ 荷兰养老基金
资料来源：Thomson Financial.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

18.4.1 得州能源

得州能源（TXU）通过旗下 41 家发电厂为得克萨斯州的 230 万个客户提供电力及相关服务。这笔总值 440 亿美元的收购交易在 2007 年 2 月 26 日获得官方宣布，并于同年 10 月 10 日完成交易。收购财团的牵头收购方为 KKR、TPG 和高盛，雷曼兄弟、花旗集团和摩根士丹利为联合投资方。交易公布时正值杠杆收购的高峰期，但是付款却是在信贷市场开始日渐低迷之时。参与收购的几大投资银行以赔偿 10 亿美元交易终止费的代价取消原先的债务融资承诺，但同意融资并将损失 9 亿美元的债务承销费。图 18-1、表 18-2 和图 18-2 简述了整个交易的过程。收购完成后，TXU 更名为未来能源控股公司（简称“EFH”）。EFH 在 2008 年第四季度亏损高达 88.6 亿美元，导致 KKR 持有的 EFH 股份市值下跌了 30%。因盈利情况较差，EFH 在 2008 年被迫关闭了在得克萨斯的 15 座发电厂（占其总发电量的 22%）。尽管亏损严重并背负着 380 亿美元的债务，KKR 和 TPG 仍坚称对 EFH 的投资是正确的，并相信 EFH 能够度过未来的低迷时期。然而，EFH 的债权人却并不那么乐观，2009 年 3 月，EFH 的债权人给 EFH 优先级担保债券的定价为 1 美元偿还 60 美分；给 EFH 高收益债券的定价为 1 美元偿还 48 美分。根据 KKR 对 EFH 的所有风险暴露来看，对 EFH 的贷款是 KKR 最大的一笔固定收益投资。



图 18-1 TXU：投资情况摘要

资料来源：Deal data based on press reports.

表 18-2 TXU：资金来源和用途/完成 （单位：100 万美元）

资本结构							
资金来源	金额（美元）	占资本比例（%）	EBITDA①	利率（%）	期限（年）	资金用途	金额（美元）
循环贷款（27 亿美元）	0	0.0	0.00x	L + 3.50	6	购买得州能源权益	32 105
信用证（11.25 亿美元）	0	0.0	0.00x	3.50	6	原有债务偿还	8 000

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

资本结构							
资金来源	**金额**（美元）	**占资本比例**（%）	EBITDA[①]	**利率**（%）	**期限**（年）	**资金用途**	**金额**（美元）
定期贷款	16 450	36.1	3.20x	L+3.50	6	原有债务	4 000
延期支付贷款（41 亿美元）	2 150	4.7	0.42x	L+3.50	7	交易费用和成本	1 500
优先级担保债务	18 600	40.8	3.62x				
新增优先级无担保过桥/高收益票据	11 250	24.7	2.19x	10.25 ~ 11.25	8 ~ 10		
原有优先级无担保票据	2 978	6.5	0.58x	多种利率	多种期限		
污染控制/其他控制债券	5 022	11.0	0.98x	多种利率	多种期限		
优先级无担保债务合计	19 250	42.2	3.74x				
KKR 权益	2 500	5.5	0.49x				
TPG 权益	2 500	5.5	0.49x				
GS/Leman/CITI/MS 权益	2 755	6.0	0.54x				
总现金权益	7 755	17.0	1.51x				
总资金来源	45 605	100.0	8.86x			总资金使用	45 605

① 2007 年估计 EBITDA 为 5 145 亿美元。

- 收购前债务总额为 120 亿美元，收购后则变成 380 亿美元；
- 大量优先级担保债务，相对的总杠杆率为 3.6 倍和 7.4 倍。

资料来源：Company filings.

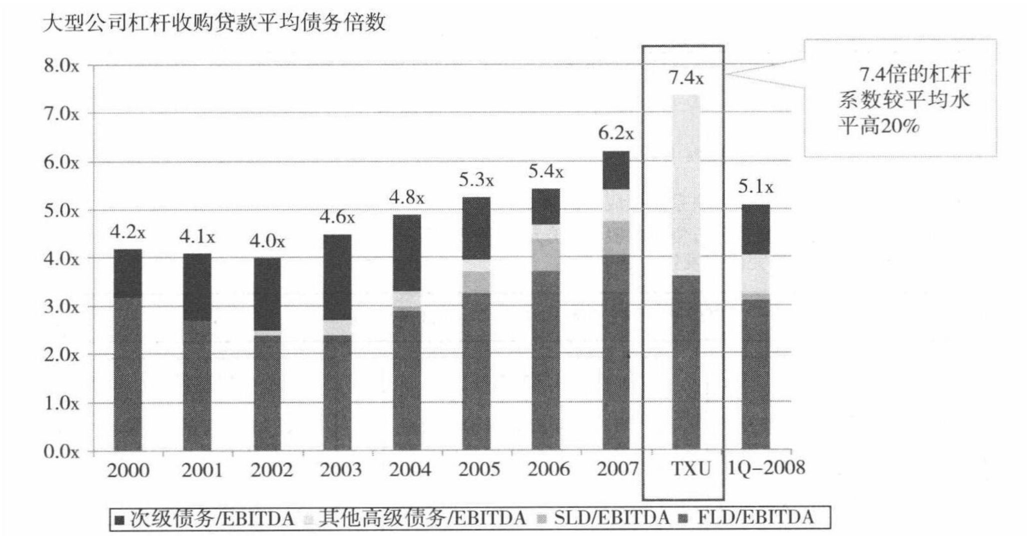


图 18-2 TXU：大型公司杠杆收购平均债务倍数

注：FLD 为第一顺位贷款，SLD 为第二顺位贷款。

资料来源：S&P's Leveraged Lending Review.

18.4.2 办公物业投资信托公司

2007 年 2 月，390 亿美元的办公物业投资信托公司（EOP）交易达成时，收购方还可以利用当时最好的融资环境为杠杆收购募集资金（见图 18-3）。EOP 公司（由萨姆·塞尔控制）曾是全

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

美最大的上市办公物业所有及管理公司，旗下共掌管580幢商业物业，总面积超过1亿平方英尺。黑石集团的房地产部门在与竞争对手沃那多房地产信托公司持续1个月的竞购中胜出（见图18-4和表18-3）。在完成交易后的3个星期内，黑石集团共出售EOP旗下总值206亿美元的房产，使其净资产达到190亿美元。表18-4及图18-5为此次交易的融资及估值概况。

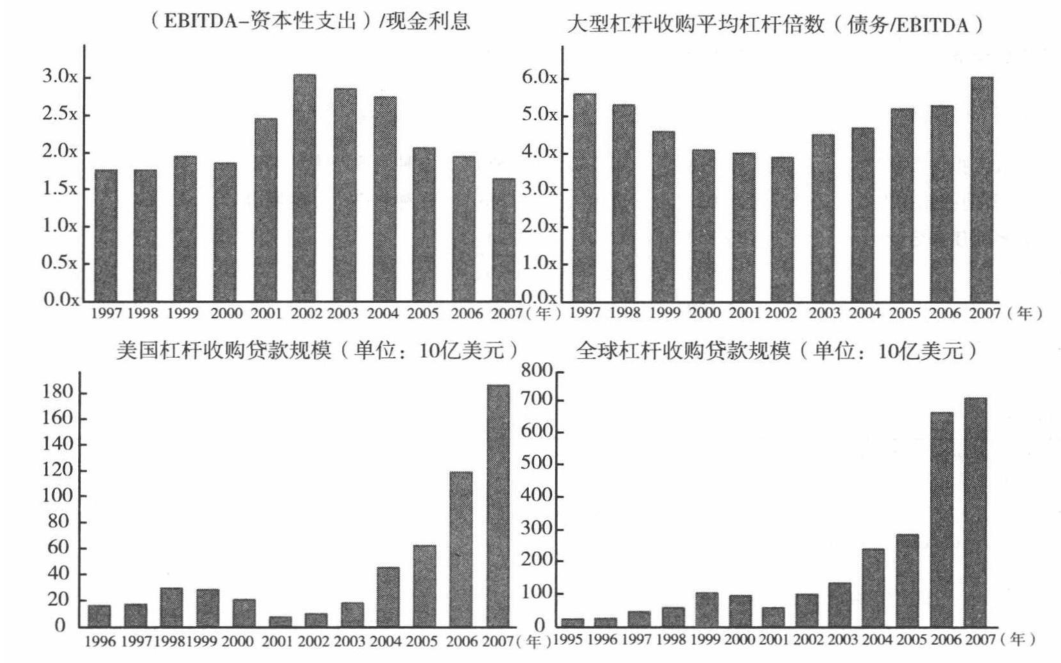


图18-3　交易前的市场环境

资料来源：S&P's Leveraged Lending Review.

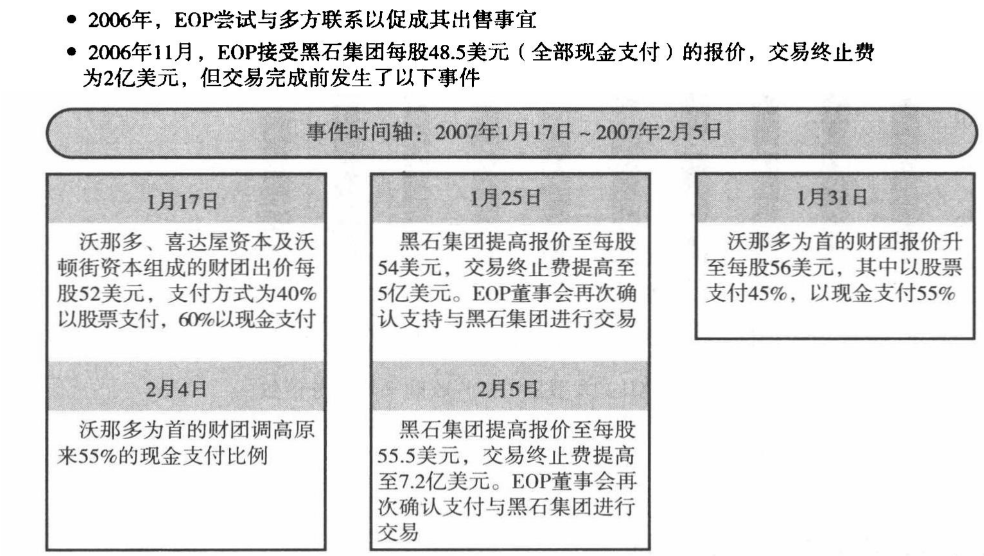


图18-4　EOP竞购过程

资料来源：Press reports and company press releases.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 18-3 EOP：为什么黑石集团的报价更受青睐

2月7日，沃那多为首的财团退出竞购，EOP的股东一致同意黑石集团每股55.5美元的报价，此价格较3个月前提高了37.8%

收购提议比较			
	黑石集团	**沃那多财团**	**关键点**
价格/股	55.50美元	56.00美元	EOP更青睐全部现金交易
交易方式	100%现金	55%现金，45%沃那多股票	使用股票支付增加了交易的复杂性和估值的难度
完成时间	立即完成交易	尚未确定	沃那多何时完成交易取决于其股东何时批准其发行股票
EOP的董事会更青睐于黑石集团更快、更稳妥的提议			

资料来源：Press reports and company press releases.

表 18-4 EOP：估值分析

估值

净资产法和现金流折现法估值

净资产价值

	潜在股价	
扣除负债后资产总值	$45.6	$49.1
扣除负债和交易费用后资产总值	$43.8	$47.2
2007年账面资本回报率	5.4%	5.7%
每平方英尺价值	$349.0	$367.0

现金流折现

	潜在股价	
现金流折现法估值	$41.3	$46.1
终值倍数（2011年EBITDA）	17.5x	18.5x
折现率	7.25%	7.75%

可比公司法估值

可比公司分析

	倍数		潜在股价	
运营现金流	18.0x	20.0x	$41.0	$45.6
2007年EBITDA	17.5x	18.5x	$44.6	$48.4

可比交易分析

	倍数		潜在股价	
2007年EBITDA	18.0x	19.0x	$46.0	$49.8
	资本回报率			
2007年净运营收入	5.25%	5.75%	$44.4	$50.8

交易价格分析

收购报价	$55.5
权益价值	$24 631
净负债	12 743
优先股	213
少数股东权益	1 396
总交易价值（389.83亿美元）	$38 983
2007年运营现金流倍数	23.8x
2007年EBITDA倍数	20.2x

交易溢价

交易完成日期		2007年2月9日
报价		$55.50
2006年11月1日未受交易影响股价	$42.95	29.2%
2006年11月17日股价	$44.72	24.1%
过去3个月的均价	$40.26	37.9%
过去6个月的均价	$38.24	45.1%

资料来源：Company filings; analyst reports.

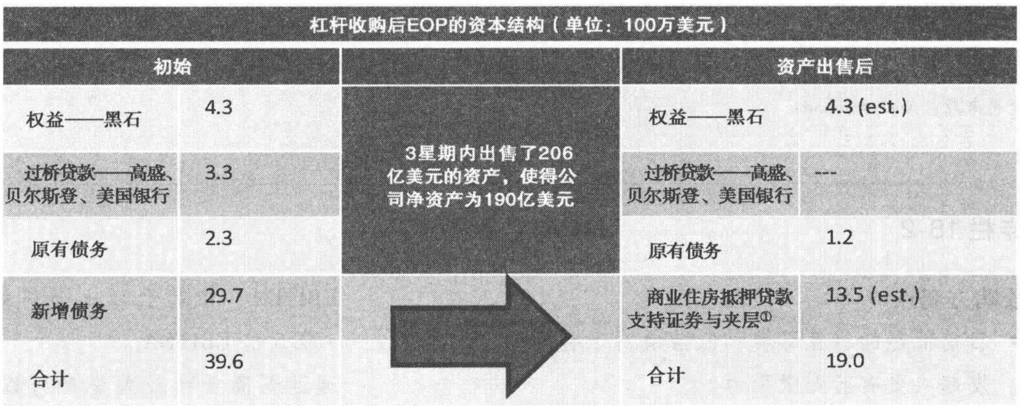


图 18-5 交易是如何融资的

① 在LIBOR加100~300基点的范围内完成。

资料来源：Press reports.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

18.4.3 美国医院公司

美国医院公司（Hospital Corporation of American，HCA）是全球最大的医疗机构运营商。截至交易时，HCA 在全美 21 个州、英国及瑞士拥有 169 家医院和 108 家门诊。此次杠杆收购于 2006 年 6 月对外宣布，2006 年 11 月完成，交易总值约 330 亿美元。收购方由贝恩资本、KKR、美林私募股权投资及 HCA 创始人托马斯 F. 弗里斯特及其家族成员组成，弗里斯特家族共提供了 8 亿美元权益资本。图 18-6 概述了交易的估值及资金的来源和用途。HCA 当时的运营情况已十分糟糕，而且股东对公司的股价也十分失望。为了达到一个可接受的内部收益率，收购方提出了一个具有挑战性的假设：即 HCA 未来的利润不会下降（见专栏 18-2）。专栏 18-3 简述了交易中的融资情况。

溢价及财务倍数

交易价格每股51美元

（单位：100万美元，除每股数据外）

溢价	
目前股价（2006-07-21，47.87美元）	6.5%
未受影响股价（2006-07-18，43.29）	17.8%
4周前股价	18.1%
10天平均股价	16.5%
30天平均股价	17.4%
60天平均股价	16.9%
过去12个月最高价（52.57美元）	-3.0%
过去12个月最低价（42.13美元）	21.1%
权益价值	21 170
（+）净负债	11 829
企业价值	32 999
倍数	
企业价值/过去12个月EBITDA	7.9x
企业价值/2006预测EBITDA	7.7x
企业价值/2007预测EBITDA	7.6x
股价/2006年预测每股收益	17.2x
股价/2007年预测 每股收益	17.0x

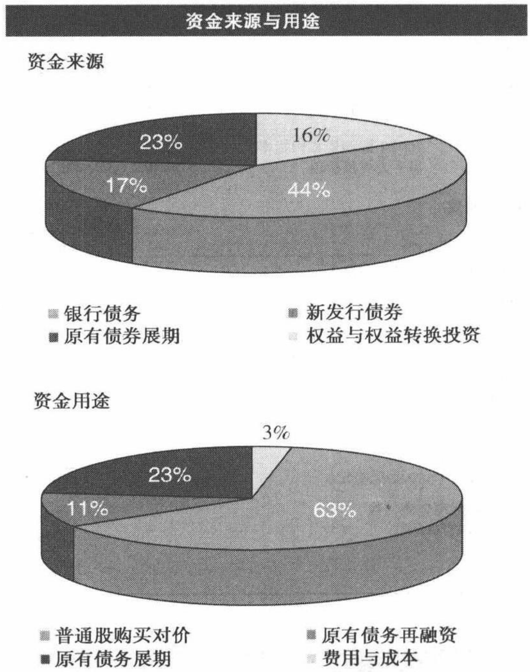


图 18-6 HCA：杠杆收购估值、资金来源与用途

资料来源：Analyst reports.

专栏 18-2 HCA 交易概述

收购方观点

- 目前低迷的行业环境和低估值对于金融发起人更有行业吸引力。
  - 好的杠杆收购：
    - 低进入倍数：7.9 倍过去 12 个月 EBITDA，相对于可比公司的 8.0 ~9.5 倍 EBITDA。
    - 通过剥离业绩较差资产可以提高公司利润。
    - 通过首次公开发行实现可能的倍数

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

扩张：HCA已有过一次成功的杠杆收购，通过1993年的首次公开发行退出，发起人的IRR高达39%。

- 交易竞购的可能性较低。

管理层观点

- 在低迷的行业环境下，管理层的运营更加灵活。
- 为股东创造价值，此次交易是最好的战略选择。
- 通过交易中的权益转换投资可分享公司未来成长带来的潜在收益。

股东观点

- 与收购价格相比，2002年以来HCA的股价表现不尽如人意。
- 考虑到公司的规模及其管理上的困境，收购价格已是最优报价。

风险

- 融资，资本市场需提供270亿美元的新增债务融资。
- 如果因债务及竞争等因素导致公司利润下降1%～2%，那么目标IRR将很难实现。
- 相对较低的18%溢价较难获得股东的同意。

专栏18-3　HCA：债务融资承诺摘要

- 收购方收到了美林、花旗集团、美国银行及摩根大通出具的债务承诺函。
  - 168亿美元优先级担保贷款，57亿美元优先级担保第二顺位过桥贷款。
- 融资承诺不受新的银团贷款影响。
- 如交易结束前未能成功发行债券，银行将削减其提供的过桥贷款额度。
  - 过桥贷款支付条件为在融资前至少20个工作日递交发行备忘录。
  - HCA必须全力协助发行方在收到备忘录后至少有20个连续工作日的时间发行债券。
- 承诺函与并购协议具有同样的约束力。
  - 造成重大不利影响的定义得到确认，表述与并购协议一致。
  - 终止时间与并购协议的终止时间一致。
- 权益投资要求达到预计账面资本的15%。
  - 权益承诺函由收购财团出具（在有限的条件下）。

18.4.4　哈拉斯娱乐公司

哈拉斯是全球最大的品牌赌场管理公司，旗下共掌管6个国家的50多家赌场。公司在美国运营的赌场品牌有Harrah's、Caesars及Horseshoe。在击败竞争对手赌场运营商佩恩国际后，阿波罗和TPG于2006年10月宣布以280亿美元收购哈拉斯，交易在内华达州博彩协会最终裁定批准后于2008年1月完成。此次交易的债务水平非常高，总债务将达到10倍EBITDA。此外，一部分债务采用实物支付（如果未来公司现金流紧张，这一重要措施可以维持公司运营）。此次交易的收益很大程度上取决于公司运营能力的提升以及资本性支出的削减。市场愿意接受如此高杠杆的主要原因是抵押品里创造性地将哈拉斯的土地与其赌场运营公司分离开了（见专栏18-4）。杠杆收购中的资金来源及用途见图18-7。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

2009年2月，哈拉斯对巨额债务进行了重组以避免破产。公司提供了一种债务转换方案：债权人可以将其持有的债券转换成重新定价并且延长到期时间的票据。为了完成债务重组，公司必须为新的转换的债权人提供优先的偿付保障。结合美国经济刺激方案，新税法允许哈拉斯缓交因债务重组而产生的税费。在新税法实施前，通过债务重组来减少主要债务的公司需要按债务减少额缴纳税费，因为债务减少被视为应税收入。现在，因债务减免而产生的税费可以延迟5年后缴纳，并且可以分摊在随后5年内缴纳。在此次债务转换中，哈拉斯的贷款以1美元转换68美分的价格交易，而高收益债券（垃圾债券）的折价交易价格为1美元转换6美分。

专栏 18-4　哈拉斯：房地产

哈拉斯在拉斯维加及世界各地持有的已开发及未开发土地约350英亩。

哈拉斯通过房地产发行商业住房抵押贷款支持证券募集了75亿美元。

TPG和阿波罗将哈拉斯的赌场土地与其赌场品牌运营分离，提高了收购的杠杆。

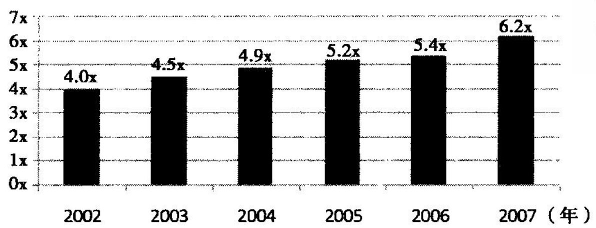
这些被剥离的房地产可能成为未来偿还债务的重要现金来源。

资料来源：Company filings.

- 哈拉斯在被出售前背负107亿美元债务，是24.3亿美元EBITDA的4.4倍
- 在杠杆收购之后，公司的总债务高达239亿美元，约是EBITDA的9.8倍

债务（100万美元）	总额	债务/EBITDA
优先级担保定期贷款	7 250	3.0x
次级担保债务	6 775	2.8x
优先级无担保票据	2 651	1.1x
优先次级无担保票据	663	0.3x
其他有担保借款	6.539	2.7x
其他无担保借款	31	0.0x
净杠杆	23 908	9.8x

行业杠杆收购平均杠杆倍数①



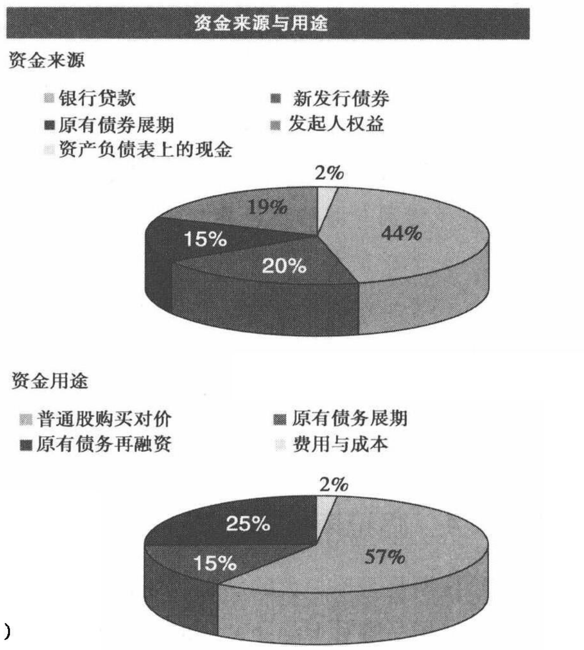


图18-7　哈拉斯：资金来源与用途

① 目标公司EBITDA超过5 000万美元的交易。

资料来源：S&P's Leveraged Lending Review；company filings.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

18.4.5 飞思卡尔半导体公司

2004 年摩托罗拉公司剥离其半导体产品部门后成立了飞思卡尔。飞思卡尔主要为无线设备、网络设备及汽车提供芯片。2006 年 9 月，黑石集团为首的财团以每股 38 美元竞购飞思卡尔，这一报价较其股价溢价 24%。另一由 KKR 为首的收购财团马上将收购报价提至每股 42 美元。然而，黑石集团方面（包括凯雷集团、TPG 以及帕米拉）最终在 2006 年 11 月以每股 40 美元的价格赢得了此次竞购，总交易金额为 176 亿美元（见图 18-8）。在 50 天内允许目标公司询问其他更高的收购报价，交易终止费 3 亿美元，但是并没有其他机构给出更高的报价。杠杆为 EBITDA 的 5.7 倍，对于一家高科技公司而言已经很高了，因为高科技公司的未来现金流非常不稳定。35 亿美元的债务包括低门槛贷款与实物支付（表 18-5 为收购的杠杆、资金来源与用途）。这项投资让收购方十分棘手：因为来自公司的主要客户摩托罗拉的订单大幅下降，公司的信用评级下调，使得公司的未偿贷款和债券价格在二级市场上大幅下跌。收购方不得不与债权人重新谈判推动债务重组以减少到期贷款，延长还款期限，作为交换条件，收购方将提高债券收益率并提高债券的偿还优先级。

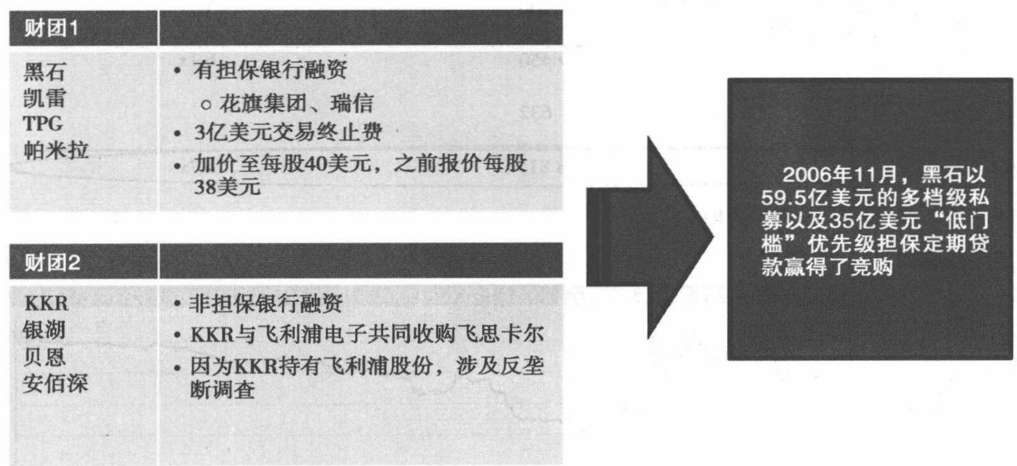


图 18-8 飞思卡尔：竞购财团

资料来源：Press reports.

18.4.6 环球传媒

环球传媒是一家主营西班牙语电视、广播、音乐及互联网服务的公司。公司以 136 亿美元的价格被麦迪逊－迪尔伯恩投资、普罗维登斯、萨班资本集团、TPG 以及托马斯－李组成的财团收购。此次收购前，环球传媒的息税折旧及摊销前利润率由 34% 上涨到 38.5%，资产负债率仅为 16%；在其涉及的 16 个国家与地区，环球传媒拥有世界上最大的西班牙语电视网络和排名前 5 位的广播听众。对于环球传媒的竞购始于 2006 年 2 月，董事会宣布考虑以某种形式来提高股东价值。这一声明吸引了许多金融投资者和战略投资者，最终 5 家财团被获准向董事会提交收购方案，其中包括 3 家私募股权投资财团，交易于 2007 年 3 月结束（见图 18-9）。表 18-6 简述了对环

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

球传媒的估值讨论，表 18-7 介绍了资金的来源与用途。交易中涉及了低门槛债务和实物支付。此次交易的主要争议在于环球传媒 8.63 亿美元的预期 EBITDA 很难覆盖其每年的利息支出和资本性支出。

表 18-5 飞思卡尔：资金来源与用途，以及杠杆分析

资料来源与用途（单位：100万美元）

来源		用途	
现金	2 365	购买普通股	16 534
优先级定期贷款	3 500	全部权利/认股股证/期权	675
私募	5 950	原有净债务	1 523
发起人权益	7 150	其他	233
总计	18 965	总计	18 965

过去12个月EBITDA（2006年7月）	1 559
潜在企业价值	15 122
潜在企业价值/EBITDA	9.7x
潜在企业价值/收入	2.4x

杠杆分析（单位：100万美元）

	金额	债务/EBITDA（累积）
35亿美元优先级担保定期贷款	3 500	2.2x
23.5亿美元优先级无担保票据	2 350	3.8x
16亿美元优先级票据	1 600	4.8x
15亿美元实物支付票据	1 500	5.7x
5亿美元浮动利率票据	500	6.1x
小计	9 450	6.1x
现金	632	
净杠杆	8 815	5.7x

资料来源：Press reports；Capital IQ.

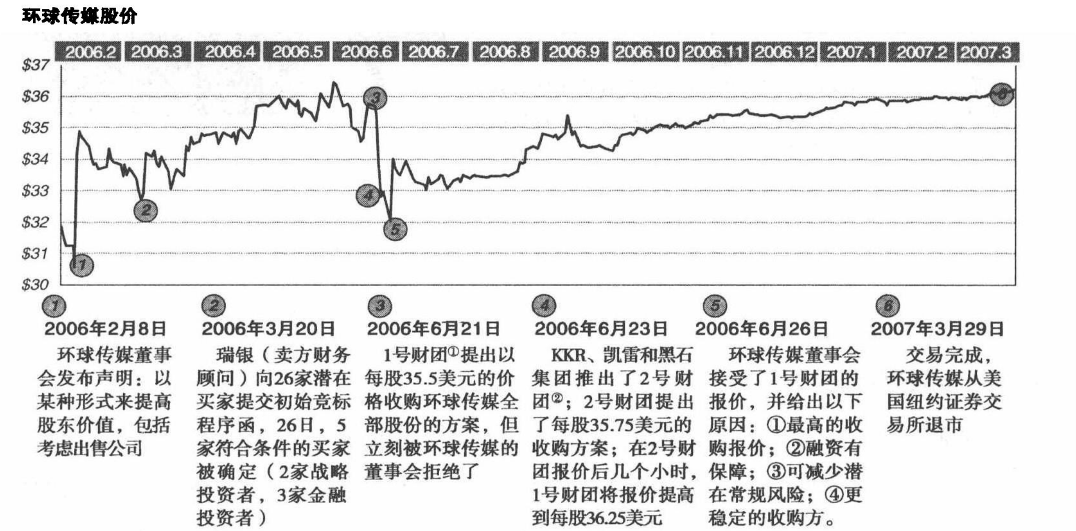


图 18-9 环球传媒：进度表

① 1 号财团由麦迪逊－迪尔伯恩投资、普罗维登斯、萨班资本集团、TPG 以及托马斯－李组成。

② 2 号财团由贝恩资本、黑石集团、凯雷集团、Cascade 投资集团、KKR 以及墨西哥电视集团组成。

资料来源：Capital IQ；company filings.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 18-6　环球传媒估值　　（单位：100 万美元）

环球传媒企业价值及杠杆情况	金额	过去 12 个月 EBITDA 倍数
交易收入（扣除费用）	12 397.00	
原有负债	970.00	
现金	104.00	
企业价值	13 470.00	19.4x
交易费用	144.00	
总计	13 614.00	19.6x
过去 12 个月 EBITDA	694.00	

交易倍数

（总企业价值除以）

可比	过去 12 个月 EBITDA	2006 年预计 EBITDA	2007 年预计 EBITDA
高	14.0x	13.1x	12.2x
低	8.2x	7.7x	7.5x
中间	10.8x	10.0x	11.0x
环球传媒			
交易宣布前价格	18.0x	14.8x	13.1x
36.25 美元报价	19.4x	16.7x	15.1x

溢价分析（每股 36.25 美元）

战略公告发布（2006 年 2 月 8 日）	价格（美元）	溢价（%）
一天之前	30.54	18.70
30 日平均	31.36	15.60
交易公告发布（2006 年 6 月 26 日）		
一天之前	32.95	10.0
一个星期之前	35.70	1.50
一个月之前	36.09	0.40
30 日平均	35.23	2.90

资料来源：Company filings.

表 18-7　环球传媒交易资金来源与用途以及杠杆分析

资金来源与用途（单位：100 万美元）

来源		用途	
现金	103.5	购买普通股	11 247
优先级担保定期贷款	7 000	购买股票期权	130
优先级票据	1 500	购买全部认股权证	994
第二顺位财产处置过桥贷款	500	受限制股票	26
发起人权益	3 437	收购相关成本	144
总计	12 541		12 541

并购相关成本	
基于股票的报酬成本	46
控制权变更支付给员工	42
顾问成功费	33
法律顾问费	16
其他非报酬类成本	4
其他报酬成本	3
总计	144

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

杠杆分析			
	金额	累积倍数	
银行循环贷款	0	0.0x	
银行优先级担保定期贷款	7 000	10.1x	
银行第二顺位资产处置过桥贷款	500	10.8x	
优先级票据 - 收益率9.75%～10.5%，2015年到期	1 500	13.0x	
优先级票据 - 利率7.85%，2011年到期	525.3	13.7x	
优先级票据 - 利率3.785%，2008年到期	246.1	14.1x	部分旧债务
优先级票据 - 利率3.5%，2007年到期	198.4	14.4x	
总计	9 970	14.4x	
现金	（104）	-0.1x	
净杠杆	9 866	14.2x	

资料来源：Company filings.

18.5 私募股权投资的增值服务

私募股权投资在以下三个方面为组合公司提供增值服务：金融工程、运营工程和治理工程。

金融工程是指通过改善公司资本结构提高公司价值。资本结构改善意味着通过减少资本成本使公司资本结构更具效率，一般通过增加外部债务提高杠杆实现。

运营工程是指私募股权投资机构借助正式和非正式的顾问服务来提升组合公司。顾问服务包括生产流程、市场营销和产品种类等方面的帮助提升，最终提高运营资本。

治理工程是指私募股权投资机构通过改善激励机制以及减少开销、增加收入等提高现金的监控过程为组合公司创造价值。公司许多其他方面也受到监控，根据预期来决定结果。管理层的报酬取决于达到目标结果的业绩。

部分组合公司接受上述三方面增值服务后，业绩良好，而且在私募股权投资机构持有后较其原先公开上市股权分散时可以创造更多价值。而其他一些公司在高杠杆下表现不尽如人意，无法很好适应私募股权投资所有者施加的经营及治理等方面要求。

18.6 完成私募股权投资交易的商业逻辑

那些现金流充足、资产负债率合理、资本性支出较低、资产优质并且有能力通过出售资产回收现金的企业是私募股权投资机构好的目标公司。有时，一些公司出售给私募股权投资机构仅仅因为其高管和董事会可以得到高的出售溢价，并认为这是股东价值最大化的最好选择。其他可能考虑将公司出售给私募股权投资机构的例子见下文。

18.6.1 首次公开发行的替代方案

当非上市公司需要新增资本以满足促进公司高速增长需要时，通常会考虑首次公开发行。当创始人准备退休的家族所有制企业没有合适的接班人时，也会考虑首次公开发行。当公司所有者

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

准备减持公司股权时，首次公开发行的另一替代方案是出售给私募股权投资基金。首次公开发行通常会向公众出售不超过 50% 的股份（有时低至 15%），但向私募股权投资机构出售会导致控股权的变更。

18.6.2 公司孤儿

一些公司在控股公司所有权结构下经营多元化业务单元。通常，这些业务单元在业务活动上有某些关联，以共同所有权方面有好处。然而有时当业务活动发生变化或市场发生变化时，某业务单元与其他业务单元不再相关或协同。此时，控股公司将考虑出售这项"孤儿"业务。私募股权投资机构有时被认为是最佳收购方，这是因为：①避免出售给战略收购方而引起反垄断调查；②对信息公开的要求可以降到最低。

18.6.3 被忽视的上市公司

权益研究在某种程度上而言是稀缺资源，一是因其高成本，二是 2003 年美国一系列的监管变化给上市公司投资者关系施加了更多限制。由于缺乏权益研究方面的投资者关系，有些上市公司的股票无法得到大型机构投资者的青睐，对其股价产生了消极影响。当某一行业遭遇巨变时，甚至整个行业都会如此。股价长期低迷的公司，如果现金流充值、资产负债率合理并符合目标公司的其他特征，私募股权投资收购者可能会给一个相对当前股价很大溢价的报价。

18.6.4 运营或融资困境

如果一家企业在采购、物流以及其他运营过程中遇到困难，私募股权投资机构可以协助企业解决这些难题。私募股权投资机构还可以帮助企业解决融资问题。

18.6.5 强制剥离

有时并购交易中被要求出售某个业务单元以规避交易中的监管和障碍。公司通过出售来平息联邦贸易委员会等监管机构关于因收购引起的反垄断调查。与同行业的其他公司相比，私募股权投资机构通常是更合适的收购方，因为同行业的战略收购方可能同样会涉嫌垄断而引起监管机构的注意。

18.7 私募股权所有制成为公司治理新模式

两种传统的公司所有制形式：①上市公司，股权分散；②家族所有制企业或家族控股企业。私募股权所有制是上述两种所有制方式的混合体。

上市公司的主要优势包括：公司，特别是处于发展阶段的公司，可以最大限度向公众募集资金，并且对于供应商和客户来说更值得信赖。上市公司的主要缺点是，需接受监管机构和媒体的严格监督，成本较大（挂牌、法律、《萨班斯－奥克斯利法案》以及其他监管成本），股东特别关注企业的短期财务情况（很多股东无法被充分告知信息）。因为股权分散，大多数公众投资者

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

无法影响公司的决策。所以当公司业绩不佳时，公众投资者更倾向于出售股票而不是尝试更换管理层，因为他们基本没有机会可以参与公司重大决策。没有股东约束力使管理层的行为有可能损害股东利益。

家族所有或控股企业可以避免监管机构以及公众的监督。实际控制人对公司的治理有直接发言权，可以减少管理层与所有者之间的潜在利益冲突。然而，对于私人企业而言，融资渠道被局限在银行贷款和其他私募债务融资。家族企业通过私募来筹集权益资本总是很困难，且结果很少令人满意。

对于那些既不适合家族所有也不适合上市的企业，私募股权投资机构提供了一种具有更多优势的混合模式（见图 18-10）。私募股权所有公司避免了监管机构的监管，而且不需要每季度公布财报。因为私募股权投资基金的投资期限比共同基金和其他投资者长，所以组合公司可以更专注企业长期的重构与投资。私募股权投资机构会任命其合伙人在公司董事会中任非执行董事，有时会引入自己的管理团队负责公司的运营，因此，私募股权投资所有人对公司的关键管理决策有很强掌控权。由此，私募股权投资机构可以采取有效的财务激励以最大化股东价值。由于组合公司的管理层也要求同私募股权投资机构一道投资公司的权益，他们拥有相同的强烈动机来为股东创造长期价值。然而，私募股权投资组合公司资本结构带给了管理层在经营上不能犯错误的压力。如果市场发生突然的、不可预知的变化，私募股权所有公司较上市公司和家族企业等低负债率公司更容易破产。

公司治理模式

	家族所有或控股	私募股权所有	上市公司
所有权结构	• 个人或家族	• 私募股权投资基金，以及目标一致的其他私募投资者	• 众多分散的股东，包括机构投资者和个人投资者
公司治理	• 由创始人/所有者控制和领导。可能聘请外部董事或职业经理人	• 来自私募股权投资基金的董事会代表有提高股东价值的强烈财务动机	• 股东较弱的财务激励和通常较弱的管理上的发言权
资本结构	• 债务承受度取决所有者，通常较低	• 高资产负债率	• 低资产负债率
融资渠道	• 私募债务和银行贷款	• 私募投资者、公募债务和银行贷款	• 公募债务、权益市场和银行贷款

图 18-10 私募股权所有是传统私有和上市之外的新公司治理模式

资料来源：Farrell, Diana, et al. "The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping the Global Capital Markets." McKinsey Global Institute Oct. 2007.

18.8 私募股权投资对公司的影响

除了能够影响其所收购的公司，私募股权投资机构还影响了其他公司的管理层和董事会，甚至资本市场（见图 18-11）。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

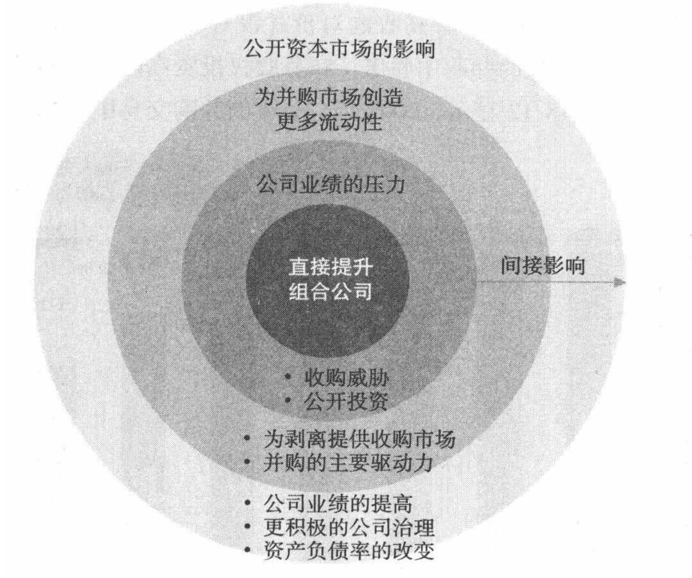


图 18-11 私募股权投资对公司和金融市场的直接与间接影响

资料来源：Farrell，Diana，et al. "The New Power Brokers：How Oil，Asia，Hedge Funds and Private Equity Are Shaping the Global Capital Markets." McKinsey Global Institute Oct. 2007.

18.8.1 公司业绩的压力

私募股权投资基金对那些不想被收购的公司带来了竞争压力。上市公司的 CEO 和董事会不得不审视他们的业绩并设法进一步改善。此外，他们还必须在反收购策略上投入更多精力。许多公司已经开始大规模的股票回购计划以提高每股收益（有时通过新的债务为股票回购融资）。这种做法一定程度上是为了提高潜在的收购成本，从而避免被收购。

18.8.2 资本结构的改变

公司会考虑增加资产负债表中的债务，以减少整体的资本成本，提高权益收益。这是私募股权投资机构收购后常采用的策略。然而，提高杠杆增加了公司运营的风险并降低了公司的信用评级，提高了公司的债务成本并降低了犯错误的容忍率。尽管一些高管可以在高杠杆情况下很好地经营公司，但是没有这方面经验的人会因管理不善而使公司蒙受损失从而降低股东价值。

18.8.3 上市融资的减少

2006～2007 年，选择从纽约证券交易所私有化退市的公司比在纽约证券交易所上市的公司还多。同样的情况也出现在伦敦股票交易所。总体来看，在那段时期里，由于私募股权投资的收购所减少的上市融资数量超过了在这两家交易所首次公开发行的数量。

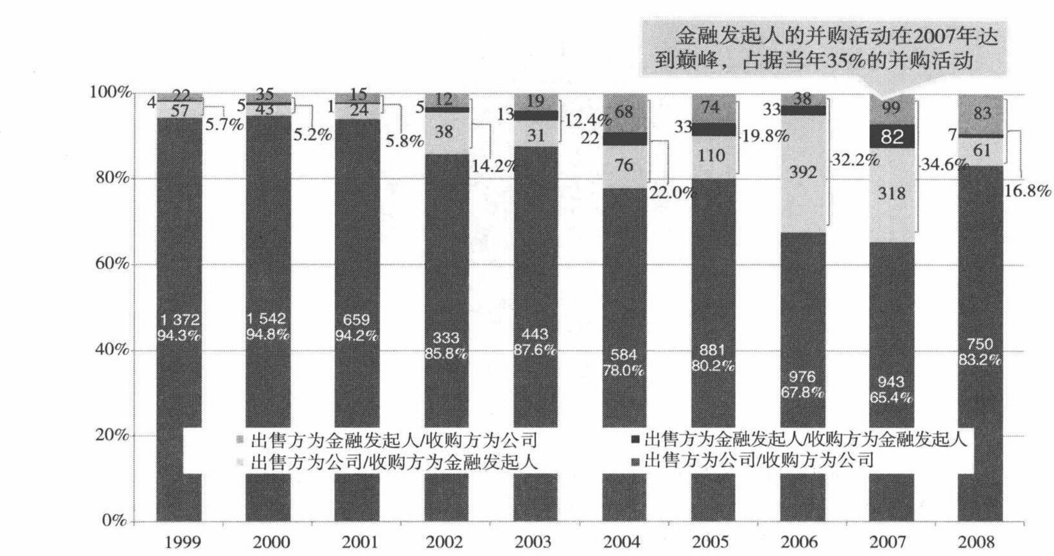
18.8.4 并购

从历史上看，公司一般会被同行业的公司收购，从而实现协同效应，这也是收购报价高于股

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

价的原因。然而从2007年年中起，尽管高收购对价并没有相应的协同效应，但凭借低成本债务融资，私募股权投资机构在大量的并购中胜出。私募股权投资高收购价格的激进策略，是基于其高杠杆假设的估值模型。图18-12显示，2007年，35%的并购交易中有私募股权投资机构参与。



	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
总交易量（10亿美元）	1 455	1 625	700	386	506	749	1 098	1 440	1 443	901
金融发起人交易量（10亿美元/%）	83/5.7%	83/5.2%	41/5.8%	55/14.2%	63/12.4%	165/22.0%	217/19.8%	464/32.2%	500/34.6%	151/16.8%

图18-12 金融发起人的参与

资料来源：Morgan Stanley；Thomson Reuters.

习题

1. 列举私募股权所有公司的一些可衡量的好处。
2. 世界经济论坛关于私募股权所有公司的主要结论是什么？
3. 私募股权投资财团收购TXU获得的最主要好处是什么？
4. 事后来看，TXU的收购财团承认的主要问题是什么？
5. 私募股权投资财团竞购HCA时，其面临的主要风险是什么？
6. 哈拉斯的哪一方面决定了其不是一个好的收购目标？
7. 高杠杆如何影响公司与同行业公司的竞争能力？
8. 陈述私募股权投资机构能为公司带来的三种增值服务。
9. 私募股权投资机构为公司提供的三种增值服务中，哪一种在近几年最成问题？
10. 在并购中金融投资者和战略投资者各自的优势是什么？
11. 为什么金融发起人参与全球并购市场在2007～2008年下降了？金融发起人的活动在这两年间所占的市场比例是多少？
12. 基于“完成私募股权投资交易的商业逻辑”一节对于理想收购目标的描述，在“2006～2007年私募股权投资收购的组合公司”一节中最适合的目标公司是哪一家？

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 19 章　组织结构、报酬、监管及有限合伙人

19.1　组织结构

私募股权投资基金通常采取有限合伙制的组织结构，即由私募股权投资机构（普通合伙人）和其他投资者，如养老金、保险公司、高净值个人、家族基金、捐赠基金、基金会、基金中的基金及主权财富基金（这些都是有限合伙人）共同拥有。由普通合伙人管理并控制私募股权投资基金（见图 19-1）。

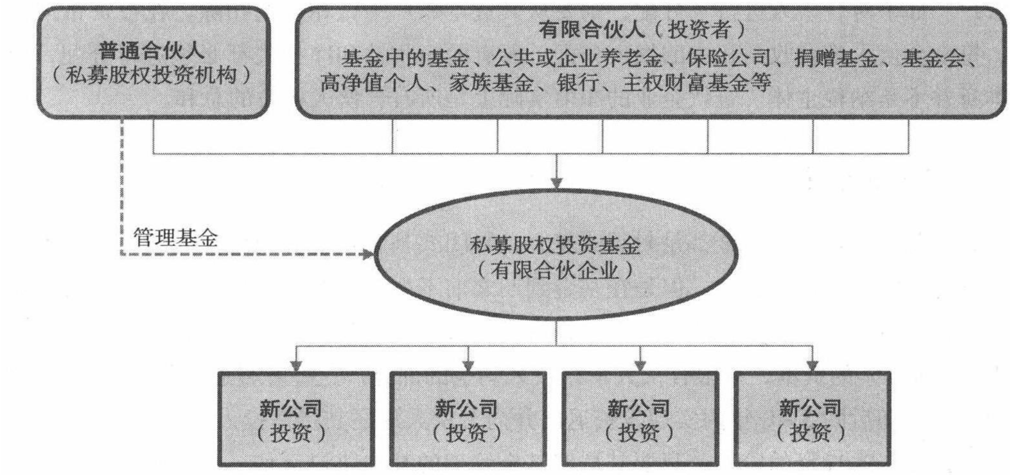


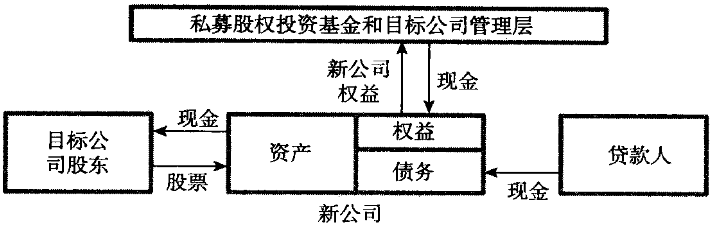
图 19-1　私募股权投资基金的结构

私募股权投资通常会组建一个新公司，用于接收私募股权投资基金和（通常）目标公司管理层的权益投资。新公司也会从贷款人那里获取债务融资。新公司筹集的这些债务资本和权益资本随后被用来收购目标公司（见图 19-2）。

私募股权投资基金的组织结构是基于最大化普通合伙人报酬的考虑而设计的。在这方面，税负的考虑至关重要。普通合伙人根据基金的管理赚取报酬，包括通常为资产管理额 2% 的管理费和被称为投资利润分成的业绩奖励。一般地，业绩奖励作为合伙企业利润分配的一部分，按资本利得处理，应缴纳相应的税费。不过美国的一项征税法案可能会改变这种税务处理，这项法案如果通过，那么私募股权投资基金的管理人收到的业绩奖励将被作为普通收入而不是资

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net



- 目标公司的股东卖掉股票（或公司的资产）以获取现金
  - 有些股东可能“转换投资”并分享公司的增值
- 新公司支付的现金是由贷款人和私募股权投资基金提供的（也有管理层的投资）
  - 新公司/目标公司产生的现金流被用来偿还债务

图 19-2　新公司的融资和投资

资料来源：Training the Street，Inc.

本利得来征税。

正如前面章节中所讨论的，平均的业绩奖励大概占利润的 20%。但是普通合伙人和有限合伙人必须就业绩奖励的发放方式进行谈判。例如，在美国，私募股权投资基金通常会被要求设立资本账户，会计方法与应税的合伙企业为联邦收入税目的而采取的一致，每个合伙人都有一个自己的资本账户。合并的全部合伙人的资本账户相当于公司资产负债表中合并的股东权益账户。

每个合伙人的任何一笔资本投入以及合伙企业分配给该合伙人的净收益都会被计入该合伙人的资本账户。如果对合伙人进行了分配，则要从其资本账户中做相应的扣除。在投资带来损失的情况下，每个合伙人都会收到相应的损失分配。所有的净收益和净损失都必须进行分配，因为合伙企业本身并不是纳税主体。合伙企业的净值实际上是所有合伙人权益的总和。

19.1.1　封闭式基金

大多数的私募股权投资基金都是封闭式基金。封闭式基金是指有限合伙人承诺为投资提供资金，并且支付一定的费用和成本，但是在基金到期之前不能赎回其基金份额。与之形成对比的是共同基金，投资者可随时赎回在共同基金的投资。私募股权投资基金的普通合伙人通常会承诺投入至少占总资本 1% 的资本，有限合伙人承诺投入剩余的部分。这些基金通常在开始的 4～5 年内接受投资，并在随后的 5～8 年内实现投资退出并向合伙人返还其资本投入和收益。

在基金接受资本投资的阶段，只要其按照基金管理的基本协议运作，那么有限合伙人对于如何支配资本的影响是非常有限的。某些协议有对投资于单一公司资本金额的限制，或是基金可以投资于哪些种类证券的限制。除了管理费和业绩奖励，基金的普通合伙人有时还能从基金所投资的组合公司那里收到交易和监控费用。有些有限合伙人反对这种安排，并坚持要求用交易和监控费用抵扣管理费，或者按 50/50 或 80/20 的比例与普通合伙人分享这些费用。

私募股权投资基金收购上市公司时的每股报价相对于公司股票当前价格通常有 10%～50% 的溢价，具体取决于市场及目标公司所在行业的动态分析。从历史来看，收购价格中超过 50%（有时高达 80%）是通过债务进行融资，债务的主要来源是优先级有担保贷款以及次级无担保高收益债券。在受信贷危机影响的 2007 年和 2008 年，可供交易使用的债务量数明显下降。收购价格中的其余部分则来自于基金的权益资本。贷款的提供者包括银行、对冲基金和历史上的担保贷款凭

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

证管理人（他们先将不同的贷款打包成组合，然后按优先级别将组合分成不同档级，再将这些债务档级出售给机构投资者）。

19.1.2 退出

私募股权投资机构总是尽力以尽最低的成本来收购公司。他们通常确保以尽可能好的条件（包括低利率和灵活的协议）募集尽可能多的债务（在考虑相关风险的情况下），为收购价格融资。同时要考虑如何用被收购公司预期创造的现金流来偿还债务并（可能）支付股息。最后，私募股权投资机构在投资持有期结束时考虑各种退出策略，包括首次公开发行、出售给战略投资者、出售给杠杆收购支持的公司、出售给其他私募股权投资基金、资本重组、出售给管理层。除了这些退出策略外，公司的最终结果可能是破产或其他非预期的结果。

表 19-1 显示了杠杆收购的退出特征。基于这一样本，最常见的退出方式是出售给战略投资者（38%），其次是通过二次收购交易出售给另一家私募股权投资基金（24%），然后是首次公开发行方式退出（14%）。样本中 6% 的公司以破产的结果退出。用这一破产率除以 5.5 年的平均持有期，可以得到每年实际破产率要低于 1980 ~ 2002 年美国所有公司债券发行人 1.6% 的平均年度违约率（根据穆迪的资料）。考虑到私募股权投资组合公司的杠杆率远高于穆迪的样本公司的一般水平，这一点有违常识。然而，表 19-1 中 11% 的未知项的存在，可能使这一结论存偏差，因为这一项可能含有未经确认的丧失担保物的赎回权，或其他的破产/破产在管。因为相对更高的杠杆和收购价格，再加上 2007 年中期开始的信贷危机的影响，私募股权投资基金在 2005 ~ 2007 年所进行的投资，其违约率可能要高于表中提供的数据。

表 19-1 不同时期杠杆收购交易的退出特征 （%）

杠杆收购发生时间	1970 ~ 1984	1985 ~ 1989	1990 ~ 1994	1995 ~ 1999	2000 ~ 2002	2003 ~ 2005	2006 ~ 2007	所有时期
退出形式								
破产	7	6	5	8	6	3	3	6
首次公开发行	28	25	23	11	9	11	1	14
出售给战略投资者	31	35	38	40	37	40	35	38
二次收购	5	13	17	23	31	31	17	24
出售给杠杆收购支持的公司	2	3	3	5	6	7	19	5
出售给管理层	1	1	1	2	2	1	1	1
其他/未知	26	18	12	11	10	7	24	11
截至 2007 年 11 月尚未退出	3	5	9	27	43	74	98	54
一定时间内退出交易的比例								
24 个月	14	12	14	13	9	13		12
60 个月	47	40	53	41	40			42
72 个月	53	48	63	49	49			51
84 个月	61	58	70	56	55			58
120 个月	70	75	82	73				76

注：表格描述了世界范围内的 17171 起杠杆收购交易，包括了从 1970 年 1 月 1 日至 2007 年 6 月 30 日，所有在 Capital IQ 数据库中公布的跟金融发起人相关的交易。数据都以百分比形式表示，每笔交易都是等权重的。退出状态的确定应用了多家数据库的信息，包括 Capital IQ、SDC、Worldscope、Amadeus、Cao 和 Lerner，同时还参考了目标公司及杠杆收购机构的网站。

资料来源：Kaplan，Steven N. and Per Strömberg. “Leveraged Buyouts and Private Equity” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23，No. 1，Winter 2009，p129.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

19.2 报酬

典型的普通合伙人和有限合伙人之间的协议，通常包括以下4种费用和成本：

（1）管理费：管理费通常是在4～5年的投资期内按承诺资本总额的2%收取，其后的时期内按未收回资本（会随着投资的出售或变现而逐渐减少）的2%收取。管理费提前半年支付。另外，有限合伙人要承担基金设立带来的全部组织费用（通常有一个上限）。

（2）业绩奖励：业绩奖励是一种奖金，只有当有限合伙人获得一定的收益率时才会发放（参见后面的优先收益部分）。这项报酬机制使有限合伙人和普通合伙人按80/20的比例分享高出投入资本加优先收益的利润部分（服从下面将提到的“回拨”条款）。只有当私募股权投资基金出售其组合公司并实现收益时，普通合伙人才能得到业绩奖励。另外，在最终出售之前，如果有期间股息、分红、部分出售或资本重组等事件发生，普通合伙人也可能收到业绩奖励。通常在上述事件发生时会确认利润或损失。

（3）组合公司的费用和成本：这部分费用和成本通常由组合公司直接支付给私募股权投资机构。可能的费用和成本包括：①收购和（有时）出售公司时的交易费；②发起但未完成的投资相关成本；③税务与审计、诉讼、一般的法律和年度会议成本；④顾问费和监控费；⑤董事费。

（4）额外成本：在某些情形下，还会有一些额外的成本。例如普通合伙人可以持有现金收入最长达3个月，然后才发放给有限合伙人；另外，有价证券可能会以实物形式（包括出售限制）分派，这些都会给有限合伙人带来额外成本。最后，有限合伙人还可能因为出售基金权益或不遵守缴付出资而支付罚金。

组合公司的未实现损失已经成为这一行业中日益严重的问题，因为2008～2009年，很多私募股权投资基金组合公司的估值出现了很大的下降。另一个问题是管理费是否应该作为一项支出从计算业绩奖励的利润中扣除。有限合伙人强烈要求将管理费作为一项支出，因为他们的投资者在计算现金的流入流出时要包括这些费用。尽管一些私募股权投资机构仍在就这一问题进行谈判，但是把管理费作为支出已经有很多先例了。

19.2.1 优先收益

大多数的报酬协议都包括优先收益。优先收益是指向普通合伙人支付业绩奖励之前，支付给有限合伙人的收益（在资本返还之后）。因为有限合伙人投资私募股权投资基金是基于高收益和稍微有些高风险的预期，优先收益通过将业绩奖励与更高的收益联系在一起，有助于使所有合伙人的利益相一致。

优先收益有两种不同的应用方法：纯优先收益和门槛收益率。纯优先收益方法是指基于高出特定收益的利润部分来计算业绩奖励。这一方法的影响是降低了业绩奖励在利润总额中的比例。门槛收益率方法包括“追加”条款，如果总的投资收益足够高，就可以消除对普通合伙人的上述不利影响（见专栏19-1）。在这种方法中，业绩奖励的计算基准是高于预定门槛收益率的利润，通常采用一年期美国国债收益率、伦敦同业拆借利率或某个市场指数，如标准普尔500指数。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

专栏 19-1 **优先收益的追加条款**

如果投资收益足够高，普通合伙人的追加条款可以消除扣除纯优先收益的负面影响。示例如下。

为方便起见，假设业绩奖励规则如下：

（1）有限合伙人收到8%优先收益之前，100%的利润（投资者资本返回后）都要分配给有限合伙人。

（2）普通合伙人收到累计利润的2%之前，100%的利润都要分配给普通合伙人。

（3）所有剩余利润的80%分配给有限合伙人，20%分配给普通合伙人（普通合伙人投资于基金的资本，也可得到相应的80%利润分配）。

在这个例子中，如果利润总额等于或超过了10%的收益率，那么普通合伙人将得到利润总额的20%，并且优先收益的期间分配基本上是没有经济实质的。如果收益率较低，那么结果就不一样。

因此，对于包含优先收益规定的业绩奖励规则，在计算业绩奖励时的一个重要因素是普通合伙人是否有追加收益。这一点上有很大变数。

因为普通合伙人的追加收益通常是100%分配，所以期间分配的20%给普通合伙人、80%给有限合伙人是很普遍的。

资料来源：Schell, James M. Private Equity Funds; Business Structure and Operations. Law Journal Press, 1999, pp2-16.

19.2.2 择时问题

业绩奖励和优先收益的确定受择时考虑的影响。私募股权投资基金通常会在3~5年的投资期内进行一系列组合公司的投资，这些投资的持有期差别可能很大，但通常都是3~7年。业绩奖励和优先收益这两种报酬的确定都取决于基金如何以及何时计算利润。例如，这种确定既可以基于组合公司的出售日，也可以基于均值或净值程序更早地进行报酬分配。

大多数的私募股权投资基金都采用了一种“激进”的方法：综合投资组合中的不同投资来确定净收益或损失，这一机制使得普通合伙人要同时关注其投资组合中的所有投资（见后面的“回拨”）。从利益一致的角度来看，按每笔交易来计算业绩奖励的方法是有问题的，这种方法可能造成对高风险、高收益投资的偏好。尽管差的投资会使他们损失掉自己投资的资本份额，但是因为他们可以得到高出优先收益的利润部分20%的业绩奖励，所以他们可能会去寻找更高收益的投资（相应地有更高的风险）。通过综合所有的收益和损失，普通合伙人进行个别不成比例风险的投资动机就下降了。

基金需要预先确定优先收益分配次序（先返还投资者的资本投入，然后是确认损失，接下来是优先收益，最后是业绩奖励）是基于有限合伙人的全部资本承诺，还是仅仅基于最初分配到被出售的组合公司的那部分资本。通常，优先收益是基于最初分配到基金每笔投资中的那部分资本。这使得普通合伙人能受到更多的业绩奖励，并且降低了普通合伙人改变组合公司最佳出售时

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

间的可能性。

直到有限合伙人收到最初的承诺资本，才能确认自己的投资是盈利的。而且，直到基金期满并进行了清偿，他们才能知道投资利润的确切数额。基金的期间决策会为其盈利带来不确定性，尽管基金利润时间确定的不确定性可以通过有限合伙人的承诺资本被完全返还之前限制业绩奖励发放的方法来降低，但是几乎所有的私募股权投资基金还是会在组合公司成功退出时，向普通合伙人发放业绩奖励。这意味着，有限合伙人认为所有的未变现投资都可以带来至少等于其持有价值的收入。

19.2.3 回拨

大多数基金有特定的协议条款，约定在有限合伙人的承诺资本100%返回之前业绩奖励的分配和分派。基于这一条款，可以从最初的投资收益中向普通合伙人支付业绩奖励，但是当之后有投资损失时，有限合伙人有权收回部分已支付的业绩奖励。基金在最初几年实现高额利润并不少见，因为退出的都是成功的投资，而没有那么成功的投资则要在后边的几年退出。换句话说，好的组合公司通常很快就会被出售，而差的公司在能够被出售之前，需要时间来修复。甚至可能这种修复也无法还原其全部价值，最终在出售时造成损失。

“回拨”就是基于盈利和损失时点，调整普通合伙人报酬扭曲的一项协议条款。通常，回拨条款在基金期满结束并进行清偿时生效。根据业绩奖励规则以及基金的累积业绩，普通合伙人可能要回拨之前分派的部分业绩奖励，回拨的部分会被分派给有限合伙人。

回拨通过允许早期业绩奖励分派，但是如果后边某一阶段发生损失可以收回这些分派的方法，形成了总和原则。这降低了有限合伙人在分享早期利润方面的风险，同时降低了普通合伙人选择次优时点出售公司以提前获得收益的风险。

通常普通合伙人将回拨条款限定于之前分派的业绩奖励的税后部分，因为他们不想返还自己从未收到的那部分现金。在实践中，回拨条款通常采用一个假设的税率，而不是普通合伙人的当事人实际支付的税率，因为各个当事人适用的税率可能是不同的。比税收考虑更重要的是回拨的触发事件。大多数案例中，触发事件都发生在：普通合伙人得到利润的20%以上，或整个基金的存续期内，有限合伙人没有收到资本返还加上全部的优先收益。

因为给普通合伙人的业绩奖励及其他分派通常会马上再被分派给普通合伙人的当事人，所以，如果基金期满结束时回拨义务被触发，普通合伙人可能没有足够的现金来满足回拨要求。为此，有限合伙人通常会要求普通合伙人的当事人为普通合伙人的回拨义务提供担保。另一种方法是，有限合伙人有时会要求由普通合伙人持有支付的业绩奖励中的一部分，以满足回拨要求。

19.2.4 税务

2009年2月，美国当局大力推动会影响到私募股权投资基金的税收改革。历史上，业绩奖励被归为税率为15%的长期资本所得，而不是税率高达37%的普通收入或税率35%的公司资本所得。以合伙企业运营的私募股权投资基金支付的资本所得税还不到上市公司的一半，很多人认为

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

这很不公平。同样不公平的还有，私募股权投资基金的当事人通过业绩奖励获得报酬而传统资产管理基金的雇员则是通过工资和奖金得到报酬，前一种报酬要交的税也不足后者的一半。尽管很多有力的论点反对提高私募股权投资基金管理人的税收（会减少参与者的数量，从而减少竞争或影响基金管理人的行为，导致资源配置无效率），但是支持更加平等税率的论点还是可能导致对普通合伙人当事人征收更高的税赋。

19.3 监管

历史上，美国证券交易委员会一般不会要求私募股权投资基金的管理人进行注册，因为大多数私募股权投资基金的管理人只管理了 14 只或更少的基金，这样可以豁免《1940 年投资顾问法》要求的注册。但是一项新的法案（《2009 年私募股权投资顾问注册法》）可能会消除这一豁免，并且如果这一法案通过，所有管理资产额超过 3000 万美元的私募股权投资基金管理人都要作为投资顾问在美国证券交易委员会注册。尽管这一法案没有要求私募股权投资基金像共同基金及其他类型的注册基金一样遵守宽泛的要求，但是私募股权投资基金要满足该法案关于报告、簿册纪录以及反洗钱的要求。另外，还要接受美国证券交易委员会的检查。

历史上，私募股权投资基金及其管理人依赖于《投资公司法》和《投资顾问法》几条重要的豁免条款：

（1）《投资公司法》：符合第 3 款 c 第 1 条（基金由不超过 100 个受益所有人持有并且不公开发行）或第 3 款 c 条 7 条（基金完全由“合格买家”持有，并且不公开发行）的基金可以获得豁免，而不必在美国证券交易委员会注册。

（2）《投资顾问法》：符合第 203 款 b 第 3 条的基金管理人可以获得豁免，不必在美国证券交易委员会注册为投资顾问。在这一豁免条款中，如果私人顾问的客户少于 15 名（对私募股权投资而言，就是少于 15 只基金）、不担任已注册投资公司的顾问并且没有向公众显示自己是投资顾问，那么就无须到美国证券交易委员会注册。

新的法案将会删除这些条款，以明确私募股权投资基金是“投资公司”，是《投资公司法》监管的对象；以及私募股权投资管理人是“投资顾问”，是《投资顾问法》监管的对象。但是，在《投资公司法》方面，并不意味着按照新条款注册的公司要遵守适用于共同基金的那些管理规定。如果在美国证券交易委员会注册，填写信息表，满足美国证券交易委员会诸如簿册纪录的要求并配合美国证券交易委员会对信息或检查的要求，那么就可以豁免《投资公司法》的某些条款。

19.3.1 利用中间人

2009 年 5 月，纽约州政府与最大的私募股权投资机构之一的凯雷集团，就利用中间人获取公共养老金投资达成协议。凯雷向纽约州政府支付了 2 000 万美元，并同意遵守下列准则：禁止募资代理；禁止竞选捐款以避免“付费入场”；通过信息披露提高透明度；更高的受托行为标准；加强利益冲突政策。

这份协议实际上限制了私募股权投资基金利用中间人获得新的有限合伙人投资，同时带来了更高的透明度并避免了潜在的利益冲突。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

19.3.2 认知与现实

在美国，与共同基金相比，关于私募股权投资基金的法规要少得多，但根据联邦法律，私募股权投资基金及基金管理人要遵守以下几项监管规定：

（1）**年度的隐私通知函**。私募股权投资基金要制定和遵守隐私政策，并且要在合伙人与基金建立合伙关系时以及之后的每年，向所有的个人有限合伙人递送隐私通知函。隐私通知函要说明基金当前以及之前有限合伙人的非公开信息的披露政策。

（2）**依据1940年《投资顾问法》补充的申报事项**。所有注册投资顾问每年都必须向美国证券交易委员会申报其补充事项，并每年向有限合伙人提供包含某些指定信息的小册子。

（3）**依据《1934年证券交易法》的申报事项**。对证券的某些购买和出售必须提交F-13D报告、S-13G报告及F-4报告。另外，还需要视情况进行其他申报，包括F-5报告（适用于董事、高管和持股超过10%被认为是受益所有人）、F-13报告（适用于证券法第13款f中规定的持有证券价值超过1亿美元的对象）和S-13G报告（适用于豁免提交报告13D的、公开上市公司的受益所有人）。

（4）**关于《雇员退休收入保障法》的申报**。对于那些25%以上的投资者是退休计划的基金，必须每年认证以避免《1974年雇员退休收入保障法》中关于计划资产的规定。另外，必须向有限合伙人寄送经审计的年度财务报告，有时未经审计的季度财务报告也需要寄送。

（5）**私募的限制**。美国的私募股权投资基金通常是通过私募的方式销售基金份额，因而要遵守《1933年证券法》关于私募的限制。基金只能向那些与该基金或基金发起人已经有关系的投资者，以及特许投资者（净财富超过100万美元，或之前2年的年收入超过20万美元或夫妻收入超过30万美元且预期当年收入也能达到该水平的个人）提供投资机会。

（6）**反欺诈规定**。美国证券交易委员会的反欺诈规定既适用于注册投资顾问也适用于未注册投资顾问。对冲基金和私募股权投资基金这类集合投资工具，除了信息和操作限制外，还被禁止就以下几方面做出重大的虚假或误导陈述：集合投资工具将会采取的投资策略、投资顾问（及相关人员）的经历和证书、与集合投资工具相关的风险、集合投资工具（及投资顾问提供服务的其他基金）的业绩、集合投资工具及投资者账目相应的账户、投资顾问在其顾问业务中的操作（比如如何分配投资机会）。

（7）**《1940年投资顾问法》**。正如前面提到的，依据《1940年投资顾问法》，拥有15名及以上客户（对于私募股权投资机构，则是有15只及以上的基金）且管理资产额3 000万美元及以上的投资顾问要到美国证券交易委员会注册。另外，尚未通过的《2009年私募股权投资基金注册法》提案中，低于15名客户的注册豁免将不再适用，所有管理资产额3 000万美元及以上的投资顾问都必须到美国证券交易委员会注册。一旦注册，投资顾问就必须满足下列要求：定期报告的要求、向投资者、贷款人及其他对手方披露信息的要求、重要的利益冲突及反欺诈禁止、接受美国证券交易委员会详尽的检查和执行的权威性以及保持纪录的要求、建立全面的合规计划的要求。

（8）**《1940年投资公司法》**。正如前面提到的，不符合投资公司定义豁免条件的基金必须注册为投资公司。另外，2009年法案的提案废除了这些豁免条款，大多数的投资公司将必须到美国证券交易委员会注册为投资公司。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

19.4 有限合伙人

19.4.1 违约

当有限合伙人不能按约定缴付出资时，私募股权投资基金必须考虑如何弥补这一缺口、如何对待这一有限合伙人以及如何并且是否要替换这一不能提供的资本承诺。大多数的合伙协议允许从其他有限合伙人那里募集违约的资本额，但是有时会为重新募集的数额设置一个上限。有些协议允许合伙企业通过借债方式来弥补违约额或利用可分配资金来弥补违约额。

通常，在违约事件中对于采取何种措施，普通合伙人有自行决定权。理论上，普通合伙人可以通过法院要求有限合伙人履行其出资义务。但是考虑到这一行为将对其以后的基金募集产生负面影响，普通合伙人通常不愿意起诉投资者。然而，在某些情形下普通合伙人也可能会出于对其他有限合伙人的责任，要求违约的有限合作人必须采取措施以保证合伙协议条款得到执行。

普通合伙人对所有合伙人有信托责任（除非在合伙协议中免除），这要求其必须考虑何种措施最符合基金利益，主要考虑包括：他们的决定将成为未来可能违约的先例、对现有信贷安排的影响（可能会导致未偿还贷款提前还款）、对公司董事和高管保险政策的可能影响（包括定价）、财务及其他报告接受审计的义务以及顾问委员会投票和代表事宜。

19.4.2 信息披露

2008～2009年，私募股权投资基金业的平均收益变为负数时，很多有限合伙人要求更频繁的信息披露。有些投资者强烈要求按月披露，而不是市场惯例的季度披露，这样他们能够将基金价值与二级市场上的定价相比较，并进行更频繁的风险管理决策。

19.4.3 费用

这一期间很多有限合伙人也强烈要求并获得了费用的削减，因为力量的对比偏向了投资者。一些私募股权投资机构将管理费从2%下调至1.5%，将业绩奖励从20%下调至15%，并同意更有利的回拨协议。二级市场购买机会（收购折扣高达50%）方面的竞争使得很多私募股权投资机构在收费方面更加通融。

19.4.4 二级市场

私募股权投资二级市场使得有限合伙人和新的投资者能够购买或出售私募股权投资或剩余的尚未提供出资的资本承诺。私募股权投资是长期投资，但是有时有限合伙人需要现金或者由于可能的损失而失去信心并想退出投资。大多数的私募股权投资并没有一个公开交易的市场，但二级市场在投资银行及其他机构的协调下已经充分发展。这一市场创造了一定的流动性，使得有限合伙人能够将其在私募股权投资基金的权益出售给其他方。这些出售也解除了有限合伙人对于基金未完成的出资承诺义务。通常，对于任何一笔出售，普通合伙人都必须同意（见图19-3）。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

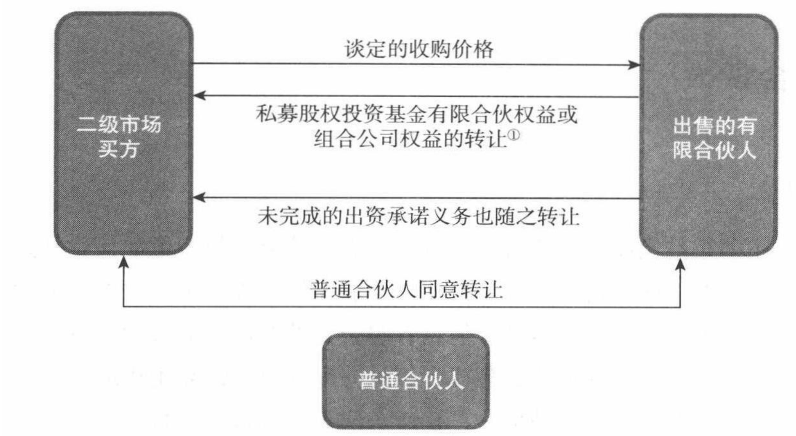


图 19-3 私募股权投资二级市场

① 最基础的二级市场交易是投资者出售私募股权投资基金有限合伙权益。但有些情形下，也可能会直接出售组合公司权益。

在过去的 7 年里，二级市场发展相当快（见图 19-4），并预计仍将持续增长。部分是因为 2008 年金融危机期间，私募股权投资市场和债券市场显著衰退，过多的私募股权投资被分配给有限合伙人。据估计，2009 年私募股权投资二级市场交易额高达 500 亿美元，是 2008 年的 2 倍。2005 年以来，二级市场报价的价差明显下降，这说明市场流动性增强（见图 19-5）。

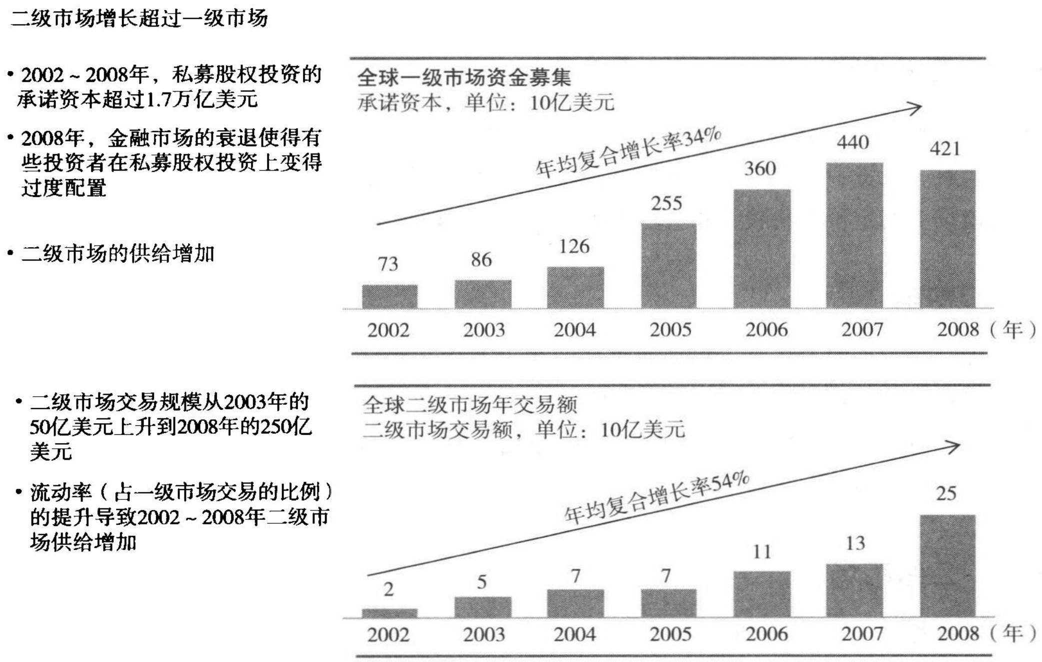


图 19-4 二级市场的有限合伙权益

资料来源：Morgan Stanley. Primary fundraising data from Thomson Financial VentureXpert for data through December 31, 2008, as reported on January 7, 2009. Secondary data from the Dow Jones Private Equity Analyst, "Guide to the Secondary Market." Total transaction assets include the purchase price only.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

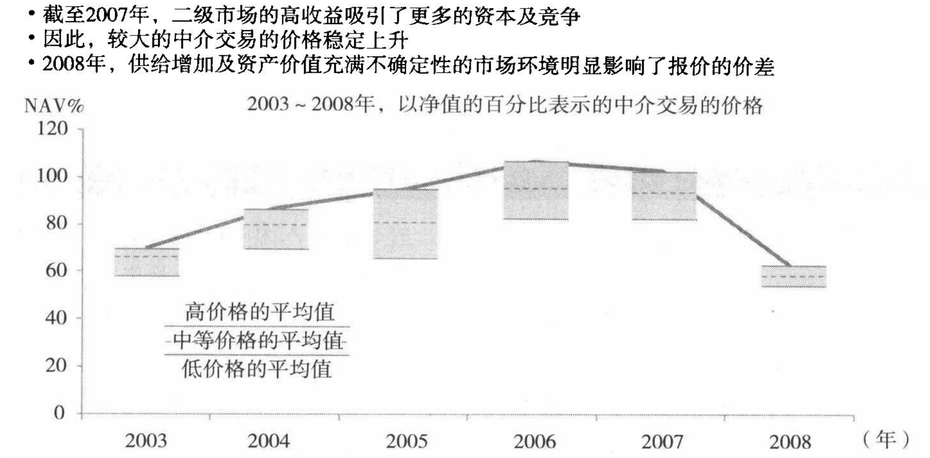


图 19-5　不同时期二级市场报价的价差

资料来源：Morgan Stanley. Reported data from funds marketed and sold by Cogent Partners. 2008 reported data consists of 56% Buyout funds，38% Venture Funds，and 6% other funds. Data reflects the period from January 1，2003 throught December 31，2008.

2009 年 2 月，哈佛大学捐赠基金曾试图通过二级市场出售其持有的私募股权投资中高达 15 亿美元的部分，但二级市场买方的报价让其觉得难以接受。杜克大学、哥伦比亚大学以及其他几所大学的捐赠基金都通过二级市场交易出售了所持有的部分私募股权投资。2008～2009 年，由于私募股权投资产生的现金不足（因为不确定的退出环境）、私募股权投资贬值的预期以及需要为学校支出提供资金，很多大学都将注意力放在了通过二级市场出售其部分私募股权投资组合上。

2009 年 5 月，高盛组建了一只 55 亿美元的新基金，这只基金旨在在二级市场上收购有限合伙权益。其他出色的二级市场基金的管理机构包括列克星敦投资、科勒资本以及波莫那资本。2009 年，这些基金专注于收购折价在 50% ～70% 的资产。

19.4.5　财务会计准则委员会第 157 号公告

从 2008 年 11 月 15 日起，财务会计准则委员会第 157 号公告（FASB 157）正式生效。这项准则给出了公允价值的定义，建立了公认会计准则中公允价值的计量框架，并扩展了与公允价值有关的披露内容。FASB 157 并不是特定适用于私募股权投资基金，而且一直以来私募股权投资基金也都会向有限合伙人报告投资的价值。但是 FASB 157 改变了计量公允价值的方法，并要求就公允价值如何计量披露更多的信息。FASB 157 规定了不同市场输入信息对应的估价层次，并要求以此作为价值确定的基础，市场输入信息包括可比公司交易价格或业绩倍数等。

历史上，私募股权投资基金用成本或最新一轮的融资作为基础来计量资产的公允价值，这种方法不符合 FASB 157 关于公允价值计量的要求。因此，在 2008 年和 2009 年，有限合伙人收到的关于某些组合公司的价值披露中给出的价值较之前披露的价值有了大幅下降。这主要是因为这段时间大多数公司的收益显著下降，同时出于对长期衰退的担忧，企业价值/EBITDA 倍数也下降了。例如，假设在 2007 年有一笔收购交易，公司的 EBITDA 为 1 亿美元，私募股权投资基金按 10 倍的企业价值/EBITDA 倍数收购这家公司，其中 60% 是债务资金（6 亿美元）、40% 是权益资本（4 亿美元）。如果 2008 年这家公司的 EBITDA 下降到 6 670 万美元，同时可比公司的倍数降至 9

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

倍，假设此时债务额仍是6亿美元，那么组合公司的权益就已经损失殆尽了（9×0.667 = 6（亿美元），刚好等于债务，没有任何权益价值了）。

习题

1. 私募股权投资基金和对冲基金的组织结构有什么区别？
2. 私募股权投资基金和对冲基金的报酬结构有什么相同和不同之处？
3. 根据专栏19-1所示的费用结构，计算下列情形中分配给普通合伙人和有限合伙人在第5年和第6年所分配的金额。ABC基金承诺资本为1亿美元。在第5年，基金进行了第一笔变现，在交易中共获取1 050万美元，该基金在该公司最初投入了1 000万美元。第6年，基金出售了第二笔投资，获得了1 800万美元，这笔投资最初投入了1 200万美元。为了简化计算，假设每笔投资只持有1年。公司没有分红、派息和资本重组等事项。
4. 现在假设第3题中的基金出售了又一家组合公司，但是这一次，遭到了损失。这笔投资的初始投入为800万美元，但出售后只收回了500万美元。假设投资期期为1年（恰好在长期资本的年限之下）。适用的税率为37%。普通合伙人税后回拨是多少？
5. 美国的私募股权投资基金一般依靠那些法律条款来豁免美国证券交易委员会注册？
6. 为什么私募股权投资基金有二级市场，而对冲基金却没有？
7. 在HCA收购的例子（图18-6、专栏18-2和专栏18-3）中，请根据财务会计准则委员会第157号公告关于公允价值确认的要求，计算HCA的金融发起人持有的权益价值。假设HCA的EBITDA较12个月之前这笔交易进行时下降了20%，没有支付任何债务，估值倍数降至6.5倍。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第 20 章　私募股权投资的挑战与机遇

2002～2007 年，良好的利率环境、低违约率和宽松的信贷政策等因素刺激了私募股权投资基金快速增长。管理资产额增长了 10 倍以上，单笔交易规模高达 400 多亿美元。好景不长，辉煌在 2007 年下半年爆发的 75 年以来最大的信贷危机时中断。2005～2007 年完成的很多私募股权投资交易的业绩都令人失望，很多投资的权益价值从 1 美元跌至 50 美分甚至更低。2008～2009 年，破产法院主要忙于私募股权投资组合公司的破产，投资者对私募股权投资基金的投资变得更加谨慎。尽管面临着各种困难，私募股权投资基金在 2009 年年中仍有 10 000 多亿美元的现金可用于投资。许多基金将此时因全球衰退而造成的低公司估值、并且自持大量现金当成是为未来创造巨大收益的绝佳投资机遇。

20.1　私募股权投资上市公司

2008～2009 年，尽管信贷市场委靡不振，很多私募股权投资基金将权益价值被严重低估的高质量公司看做投入资金的绝好机遇。因此，投资活动依然持续（虽然是较慢的速度和较小的规模），很多都采用了对上市公司进行非控股收购投资方式。这类投资方式统称为私募股权投资上市公司（PIPE）。例如，华平投资对美国城市债券保险公司的少数股权投资、凯雷集团收购波士顿私人金融控股公司的少数股东权益、黑石集团取得德国电信 4.5% 的股权、泛大西洋资本集团投资巴西交易所（巴西的一家金融交易所）10 亿美元，以及弗劳尔斯对曼氏金融的少数股权投资。PIPE 交易涉及的证券种类很多，包括普通股、优先股（可转换和不可转换）、可转换债券或这些证券的组合。

在大型 PIPE 交易中讨论最多的问题是，如果目标公司在投资完成后以更有利的条款发行新的资本时，对先前投资者的保护。这类保护的期限通常为 2 年。在绝大多数的案例中，获取任命董事的权力需要持有约 10% 的股权。随着 PIPE 投资者寻求目标公司更多的股权，限制额外股份积累和恶意收购的冻结条款越来越流行。冻结期一般在投资者拥有少于特定比例（通常为 5%）的发行在外普通股或者投票权时结束。

私募股权投资机构一般会牺牲流动性以换取更多的公司治理权和更好的条款。（如果不是全部）PIPE 的交易结构是向私募股权投资机构发行附有随后注册权的未注册证券。注册权协议通常要求发行人满足有效暂搁注册的时间表，并赋予私募股权投资者额外但有限的要求登记权和附

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

属登记权。通常还有转让限制，包括长达 3 年的锁定期，在此期间，股份只能转让给特定受让方，包括有限合伙人和现有股东。

20.2 权益收购

和 PIPE 的非控股投资交易不同的是，权益收购通过购买目标公司的绝大多数但不是全部股份以获得控制权。在权益收购中，整个交易没有借入任何资金。但是，当信贷市场允许时，私募股权投资基金希望通过借入资金发放高额股息来降低自身的权益投资风险暴露。如果能以足够低的成本收购公司，即使没有初始的杠杆，私募股权投资基金也能从权益收购中获得高收益。权益收购比杠杆收购风险更大，因为私募股权投资机构投入了更多的自有资本。除此之外，权益收购还失去债务利息的税盾效应，这提高了整体的资本成本。但是，只要初始收购价格足够低，这些都不是问题。

权益收购的一个优势是私募股权投资基金通过这种交易可以避免触发控制权变动条款，而根据这一条款目标公司需要偿还负债。在大多数的杠杆收购中，私募股权投资基金需要通过债务融资来偿付现有的未偿贷款。不引发债务偿还的权益收购非常有利，因为既节省了再融资费用，又使得即便面临不利的信贷环境时交易也能够顺利进行。

举例来说，通过杠杆收购以 11 倍 EBITDA 的价格收购目标公司，与通过权益收购以 7 倍 EBITDA（在价值低估环境下）收购有可能实现同样的内部收益率，如图 20-1 所示。为了使这一案例的对比更加直观，我们假设权益收购和杠杆收购都购买目标公司 100% 的股份。

20.3 困境资产

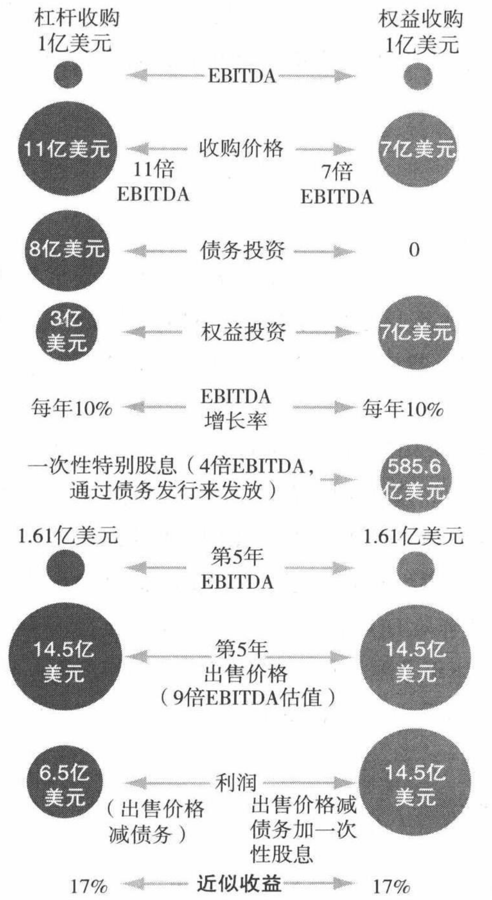
一些私募股权投资机构对努力避免破产、急需现金流的困境公司贷款。另一些机构通过破产法院寻找能够以很大折扣买入的资产。还有些机构专注于为美国政府的经济刺激计划、尤其是在基础设施支付项目和困境银行提供资本。一旦市场和经济低迷，掌握大量资本的私募股权投资基金就能以有利的价格广泛地投资于各类型的困境资产和债务。通过拓展投资工具，将非传统的证券和资产列入投资范围，私募股权投资基金使资金有了更多的投资出路，同时也使高达两位数的内部收益率成为可能。2009 年中，凯雷集团近 16% 的管理资产额投资在杠杆融资和困境债务中。

20.4 并购顾问

一些大型的私募股权投资机构试图通过新增并购顾问业务来多样化其投资活动。例如，2008 年黑石集团通过积极地为兼并、收购及重组业务提供顾问服务，获得了 4.1 亿美元的收入。黑石和其他大型私募股权投资机构正试图填补因雷曼兄弟破产、美林被美国银行兼并和贝尔斯登被摩根大通兼并而留下的市场空白。黑石的顾问客户包括从陷入困境的保险公司美国国际集团到乌克兰政府。福特汽车聘请黑石同高盛一道为其进行债务重组，说服债权人将 18 亿美元的债务转换为 13 亿美元的权益。凯雷集团也发展了专注于银行并购的顾问业务。案例之一就是凯雷建议荷

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net



杠杆收购通过借款提高私募股权投资的收益。当借不到钱来支持初始的收购时会发生什么状况呢？通过图中与权益收购的对比发现，结果取决于交易的初始购买价格和未来债务市场的复苏。在此案例中，公司所有者在买入的第 4 年通过债务来发放一次性股息

图 20-1 没有杠杆的杠杆收购

注：EBITDA 为息税折旧摊销前利润

资料来源：Lattman，Peter. “Lacking Leverage，Firms Embrace EBOs.” *Wall Street Journal* 12 Mar. 2009.

兰银行将拉萨尔银行（LaSalle Bank）以 210 亿美元的价格出售给美国银行。

20.5 资本市场活动

2009 年 6 月，KKR 和富达投资达成协议，KKR 组合公司的首次公开发行通过全世界最大的共同基金公司——富达（拥有 1200 多万经纪客户）独家销售。这使得 KKR 可以绕过之前承销了 KKR 组合公司全部首次公开发行的投资银行。

和富达基金的合作为 KKR 刚起步的资本市场活动提供了一个旗下组合公司股票和债券发行的分销渠道。在过去的 33 年间，KKR 支付了几十亿美元的承销费给投资银行，因而 KKR 决定在内部发展资本市场业务以节省大部分的承销费。2008 年，组合公司估值的剧烈下降给 KKR 带来了 12 亿美元的损失，这份合作协议是 KKR 试图多样化其私募股权投资业务的努力之一。

2007 年第一季度，正值杠杆收购繁荣之时，私募股权投资基金支付给投资银行总计 43 亿美元的费用。KKR 发展内部资本市场业务使得公司可以节约可观的承销费，但同时也把公司放在了

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

和投资银行直接竞争的位置上，而这些投资银行往往能给其带来收购机会。其他主要的私募股权投资机构并没有采取与 KKR 一样的举措，但它们中的大多数已经开始执行业务多样化的策略，以降低对传统私募股权投资业务的依赖性。

20.6 对冲基金与房地产投资

绝大多数大型私募股权投资机构都运作着对冲基金和房地产投资业务。截至 2009 年年中，凯雷集团通过 10 只基金运作房地产投资业务，在世界范围内投资了 414 处房地产，总资本额达 362 亿美元。目前，凯雷的管理资产额中超过 12% 投资于房地产。2008 ~ 2009 年，凯雷和其他私募股权投资基金的房地产业务都发生了大额减记。

2007 ~ 2009 年金融危机期间，私募股权投资机构的对冲基金投资活动遭受了重大挫折。凯雷集团旗下的对冲基金部门——凯雷资本公司在对住房抵押贷款支持证券的投资中遭受了巨大损失，共有超过 160 亿美元的相关贷款违约。KKR 旗下的对冲基金 KKR 金融也在金融危机中因住房抵押贷款类投资业务遭遇困难。这些投资使得评级机构降低了对 KKR 金融的信用评级，随之而来的是公司股价的大幅下跌（KKR 金融 2004 年在纽约证券交易所完成首次公开发行，降低了 KKR 在这家公司的持股比例）。2009 年 3 月，KKR 金融披露了 2008 年第四季度高达 12 亿美元的损失，损失的主要原因是投资于发放给 KKR 组合公司的杠杆贷款发生实际损失和价值减记。

20.7 2008 年的损失与未来展望

2008 年，受实际投资损失和资产价值减记的影响，私募股权投资基金业遭受了平均约 20% 的损失，和对冲基金业的平均损失几乎持平。但是，私募股权投资基金的损失和同期股票市场的损失相比要小得多，2008 年标准普尔 500 指数下跌了约 38.5%。据咨询机构格林威治公司的消息，2009 年美国企业养老金预测，在接下来的 5 年期间（截至 2013 年）私募股权投资基金的年化收益率至少为 10%，超过同期对冲基金年化收益率 8% 的预测。但是，私募股权投资未来合理稳健的收益预期取决于现存的私募股权投资机构能否为其组合公司再融资从而使其避免破产。那些无法为组合公司提供新债务融资的私募股权投资机构，可能遭受巨大资本损失甚至面临倒闭。2009 年年中，波士顿咨询公司预测，因无法为组合公司进行再融资，20% ~ 40% 的私募股权投资机构将在接下来的 3 年内消失。

20.8 繁荣与萧条的周期

在过去的 30 年间，明显能看出信贷市场状况是决定私募股权投资能否成功的首要决定因素。这可能是因为私募股权投资者总试图发现并利用资本市场定价的系统性价格偏差。当债务成本比权益成本低时（如 2002 ~ 2007 年），私募股权投资机构就会借更多的钱，并且是以更有利的条款借款。例如，在 2006 年信贷宽松时，私募股权投资基金就能以比 LIBOR 仅高 250 个基点的利差借款。2008 年，随着信贷市场的萎缩，借款利差提高到了 500 个基点。由此来看，可以说 2006

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

年的信贷市场中存在高达 250 个基点的价格偏差，这刺激了私募股权投资基金做更多和更大的交易。然而，2008 ~2009 年间的市场萧条，私募股权投资活动陡然下降。

证据表明，私募股权投资基金业繁荣和萧条的周期会一直持续下去。当出现有利的利率环境和长期的高额权益收益时，私募股权投资活动就会增加。繁荣的标志就是充足的信贷和宽松的债务条款。但繁荣过后，就会出现信贷萎缩和公司盈利趋弱。相应地，萧条的标志是债务违约和破产。

20.9 附属基金

2008 ~2009 年的经济衰退使得私募股权投资基金对组合公司的持有期限超过了预期，导致许多组合公司的资本短缺。尤其是那些需要后续投资或者在出售前需提高其运营状况的公司。为了解决资本短缺，私募股权投资机构发明了附属基金：一般作为当前基金的平行投资工具，有限合伙人也有机会参与这类基金。

附属基金的投资范围一般较小，基金募集时就会明确指定其投资目标，例如用于现有组合公司的后续投资。2009 年年中，KKR 募集了 5 亿美元的附属基金，该基金将定向投资于其第二期欧洲并购基金的组合公司。

稀释是原来的有限合伙人在接触附属基金时最担忧的问题。因为附属基金将会引入新的投资者，这些投资者可能会以比原来的有限合伙人更低价格投资于组合公司。此外，附属基金的费用和其他条款也都更优惠。当然，如果由原来的有限合伙人投资于附属基金，这些问题就能迎刃而解。但是很多有限合伙人并不想通过附属基金提高其对组合公司的风险暴露。考虑到如果没有附属基金，对组合公司的投资可能不能及时退出，这会延迟原来的有限合伙人的收益。所以，尽管对附属基金仍存有疑虑，有限合伙人通常还是会支持附属基金。

20.10 有限合伙人赎回

2008 年一般权益市场陡然下跌时，许多有限合伙人发现在投资组合中私募股权投资变得过度配置，因为当投资没有合适的退出方式时，普通合伙人是没有办法返回其资本的。结果，很多有限合伙人暂缓或者干脆不再投资于私募股权投资。但随着 2009 年上半年普通合伙人资产减记的披露，配置比例趋于正常化，这缓解了有限合伙人重新配置的压力。此外，鉴于 2008 年权益价值的大幅下降，很多有限合伙人不想错过 2009 年私募股权投资的有利时机。另外，有限合伙人不想减缓专业的私募股权投资者的发展步伐，也不想造成和普通合伙人之间的信任危机，因为普通合伙人希望无论是在好的或坏的情势下都能继续投资。

20.11 风险因素

私募股权投资机构面临很多风险，这些风险因素在黑石 2007 年提交给美国证券交易委员会的上市申请中第一次向公众披露。私募股权投资的风险包括：在可能的不利市场环境中经营、业

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

绩奖励的择时和收到的不确定性、高度波动的现金流、退出策略的不确定性、未来获得债务的不确定性等等。专栏 20-1 展示了黑石首次公开发行招股书中披露的一些主要风险。

专栏 20-1 **黑石首次公开发行招股书提到的主要风险**

- 组合公司：……面临不利的经济环境或者个别行业的衰退时，我们所投资的公司可能会遭受收入下降、财务损失、融资困难和资本成本上升等麻烦。
- 俱乐部交易：……财团交易降低了黑石对组合公司的控制权，因为黑石需要和其他的私募股权投资者分享公司治理权，据此，我们可能没有能力控制与投资相关的决策，包括管理层决议、公司治理和退出的时间与方式。
- 新投资：……此外，在处于不利的经济环境时，我们很难甚至无法通过金融市场获取资本进行新的投资，这将危害我们现在所管理的资产和经营的成果。
- 价值不确定性：……非流动性投资的价值很不稳定，存在极大的不确定性，这些投资的公允价值反映在投资基金的净值里，但是这一公允价值并不一定代表收益实现时基金所获得的价值。
- 回头来看，未来的收益并没有看起来这么乐观：……我们的投资基金的收益受益于良好的投资机会和市场环境，像债务市场优惠的借款条件等，但这些条件并不一定能够再现。
- 杠杆的不利影响：……企业的大量负债可能……加大企业用富余的现金流提前偿还债务的压力，这将限制企业对于变化的行业环境的反应能力……（大量的负债）将限制企业今后为资本性支出、运营资本和其他经营目的筹集资金的能力或者提高筹集这些资金的成本。
- 退出：……我们的投资基金处理投资的能力很大程度上依赖于公开市场……大量持有的证券只能在相当长的时间周期内处理，这使得投资收益暴露在市场可能走低的风险下。

资料来源：Company filings.

20.12 亚洲私募股权投资活动

亚洲的绝大多数私募股权投资活动发生在中国和日本，而这些私募股权投资活动中 82% 的交易有美国私募股权投资机构的参与。在中国，某些行业的控股投资是可行的，但绝大多数的投资还是针对成长型公司的少数股权投资。在可预见的将来，中国的 GDP 将保持超过 6% 的增长，每年有 4000 万人口将迈入中产阶级，国内消费的巨大增长潜力是显而易见的。这些都促使许多大型私募股权投资基金在中国的扩张，包括贝恩资本、黑石集团、凯雷、KKR、华平投资和 TPG（通过新桥资本）。2009 年，TPG 出售其控股的深圳发展银行 15 亿美元股份的一部分，这笔投资的持有期为 5 年。TPG 在 2004 年以 1.5 亿美元的成本获得这笔投资，公司实现了高达约 10 倍的收益率。2009 年 6 月，贝恩资本以 4 亿美元的价格购买了中国最大的电器零售商之一国美电器的大量股权。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

日本常年的市场不景气以及银行与公司之间的紧密联系妨碍了私募股权投资的发展。然而，还是有些投资活动获得了很好的收益，在可预见的将来，私募股权投资数量一定会大大增加。日本许多面临退休的企业主考虑在企业估值上升时将企业出售给私募股权投资机构。此外，大型的企业集团有非战略资产出售时也会考虑私募股权投资机构的竞购。总部坐落在达拉斯的孤星基金是在日本最活跃的私募股权投资基金，已成功退出了近 40 笔投资。其他活跃的基金包括贝恩资本、凯雷集团、河边公司。高盛旗下的私募股权投资基金 SG 投资和中国香港私募股权投资机构安凯博以 12 亿美元的价格联合收购了日本环球影城。

20.13 战略合作

历史上，公司（战略投资者）和私募股权投资（金融投资者）在收购公司时互相竞争，但自从 2007 年年中金融危机爆发以来，双方的合作逐渐增加。举例来说，2008 年 9 月，黑石、贝恩资本和美国国家广播环球公司（通用电气的旗下公司）联合出资 35 亿美元收购气象频道。私募股权投资机构如今将战略投资者当成交易来源、行业专家和资本来源。两者的合作在受监管的行业效果尤其明显，战略投资者加入交易后，监管者倾向于认为公司将会谨慎稳妥地经营并且遵守行业标准。当然，战略投资者也将私募股权投资机构看成重要的资本来源，并且受益于其强大的交易执行能力。

这种合作的最大挑战在于对公司治理权的争夺。绝大多数情况下，目标公司董事会的控制权和 CEO 任命权属于提供资本最多的一方。退出方式是另外一个需要考虑的问题，因为私募股权投资机构通常专注于中期投资，而战略投资者则专注于跟核心业务相关的长期投资。所以，私募股权投资机构通常将战略投资者看成退出时的潜在收购方。在任何时候，公司股东对出售的公司股份拥有优先购买权。

20.14 私募股权投资机构首次公开发行

2006 ~ 2007 年，四家总部位于美国的私募股权投资机构成功首次公开发行，它们分别为：黑石集团、阿波罗、堡垒投资集团和 KKR（见专栏 20-2）。

专栏 20-2　私募股权投资机构首次公开发行

堡垒投资集团

发行：2007 年 2 月，纽约证券交易所（FIG）

- 以每股 18.50 美元发行 3 430 万股 A 类股，募集 6.34 亿美元。
- 超额认购。
- 委托人掌握所有的 B 类股，占 FIG 的 77.7%。
- FIG 的 A 类股占 23.3%，首次公开发行后公众持有这部分中的 8.6%。
- 投票权：一股一票，但是委托人对结构性业务有控制权和审批权。

募集资金用途

- 偿还 2.5 亿美元定期贷款和 8 500 万美元循环贷款。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

- 1.69 亿美元给现有的私募股权投资基金，2 900 万美元用于一般目的。
- GP 酌情给 A 类股持有人按季度支付股息。

黑石集团

发行：2007 年 2 月，纽约证券交易所（BX）

- 以每股 31 美元价格发行 1.33 亿股普通股，募集 41 亿美元。
- 10 倍超额认购。
- 有限投票权：无权选择普通合伙人。
- 普通合伙人有权享有业绩奖励，因此业绩奖励并不一定分给所有持股人。
- 约 80% 的合伙人和员工的持股锁定到 2016 年。

募集资金用途

- 偿还 3.4 亿美元循环贷款。
- 作为普通合伙人投资于黑石旗下的各类基金（包括公司私募股权投资基金、房地产投资基金、特定信贷型基金）。
- 战略性收购和一般商业目的。
- 普通合伙人酌情给普通股持有人按季度支付股息。

KKR

发行：2006 年 5 月，泛欧交易所（KPE. AS）

- KKR 为 KPE. AS 募集 50 亿美元。
- 以每股 24.80 美元的价格发行了 2 亿股普通股。
- 因超额认购将股份从 6 000 万股提升到 2 亿股。
- 基金投资通过唯一有限合伙企业 K. P. E 投资。
- 2007 年 5 月，KKR 将旗下的全资子公司 KFN 上市，KFN 是一家专业理财公司。
- 2007 年 7 月，KKR 向纽约证券交易所提出 12.5 亿美元的首次公开发行申请，但后因糟糕的市场环境被迫中断。

募集资金用途

- 通过有限合伙企业和联合投资 KKR 的交易。
- 75% 用于 KKR 的投资，剩下 25% 属于机动资金。

阿波罗

发行：2006 年 6 月，泛欧交易所（AAA）

- 阿波罗为其下属公司阿波罗另类资产投资公司（AAA）募集 20 亿美元，这是一只公开交易的封闭式私募股权投资基金。
- 6 月以每份 20 美元发行 7 500 万份普通份额。
- 6～8 月发行 1 870 万份普通份额，使募集资金总规模达到 20 亿美元。
- 年初，阿波罗将下属的阿波罗投资公司（AINV）在纳斯达克上市，AINV 是一家专注于中型企业的业务发展型基金，主要投资于夹层债务、优先级担保贷款和直接权益。

募集资金用途

- AAA 必须跟随阿波罗的主私募股权投资基金和对冲基金进行投资。
- 与阿波罗六号和八号基金联合投资。
- 投资于阿波罗战略价值基金（占 50% 的募集资金）、欧洲有限投资基金、亚洲机会基金和欧元直接金融基金。

资料来源：Company filings

这四家机构的首次公开发行均表现糟糕，在 2007 年年中至 2009 年年中股价下跌幅度在 64%～85%。如图 20-2 和专栏 20-3 所示。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net



图 20-2 股票表现

注：IYG 追踪美国道琼斯金融服务业股票，AINV 是阿波罗旗下投资于中型企业权益和夹层证券的基金。

资料来源：Data provided by Commodity Systems Inc. and Morningstar, Inc.

专栏 20-3 私募股权投资机构股价下跌的原因

- 宏观经济状况
  - 高收购倍数和低成本融资的结束对这些机构有着重大影响。
- 模糊的商业模式
  - 复杂的财务账目和主观性的会计导致股份的公允价值难以确定。
  - 投资者难以获得足够的信息和数据来做出明智的投资决定。
- 行业缺乏公开市场的跟踪记录，导致首次公开发行定价过高。
  - 2007 年前期，许多专家建议投资者避开市场中这个炙手可热的投资机会。
  - 黑石和堡垒投资集团在私募股权投资狂热的顶峰时上市。
  - 机构是专业的投资者，它们愿意出售机构的一部分本身就很值得怀疑。
- 机构维持其保密文化
  - 黑石宣告其管理层将继续保持对公司决策的完全控制，包括如何分配大额薪水。
  - 机构并不会披露足够的关于资金将如何使用的细节信息，并且不会理会公开市场对组合公司的决策提出的问题。
- 股东缺乏传统权利
  - 股东没有传统上的投票权，并且不能参加一年一度的股东大会。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

20.15 关注组合公司

2007年年中爆发的金融危机迫使私募股权投资机构更加关注提高组合公司的经营价值，与倍数扩张（提高退出倍数使之高于进入倍数）、倍数套利（将组合公司的倍数提高使之与行业倍数匹配）和财务杠杆等方式相比，这是帮助公司价值增值的最重要手段（见图20-3）。这意味着更多的私募股权投资机构将更深地介入组合公司的管理事务，并因此而延长持有期（见图20-4）。尽管经营被认为是非常重要的，但在并购估值时仅占尽职调查19%的时间（见图20-5），即使在收购后，私募股权投资基金用于组合公司经营管理的时间也仅占总时间的22%（见图20-6）。为使组合公司的经营管理效果更好，这些比例都必须要提高。

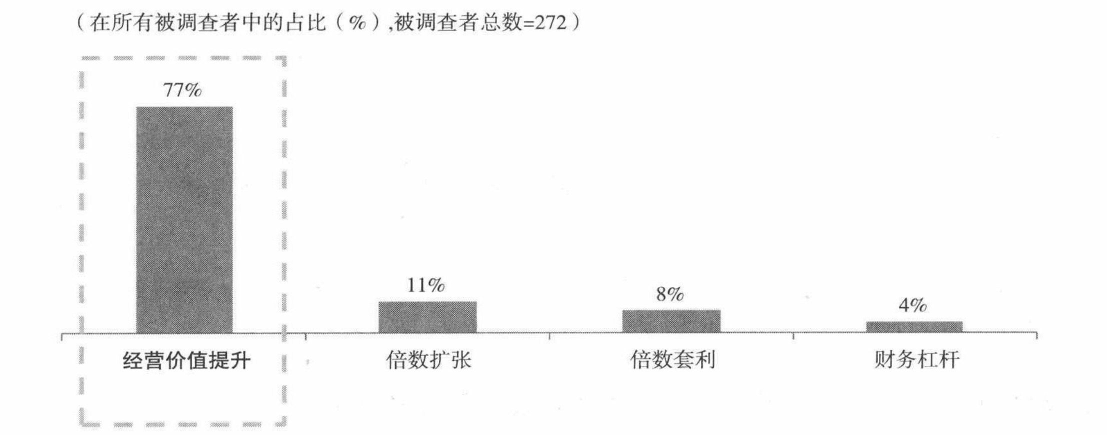


图20-3 未来5年对价值创造的重要性排行[①]

① 基于2009年的调查结果。

资料来源：Gotham Consulting Partners LLC.

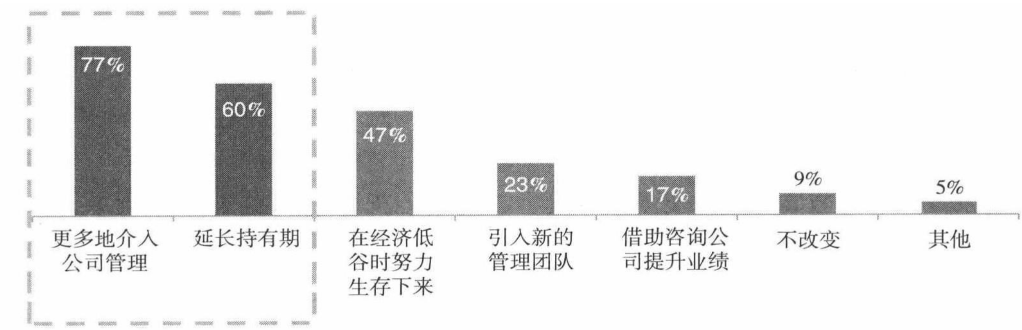


图20-4 对市场环境变化的应对[①]

① 基于2009年的调查结果。

资料来源：Gotham Consulting Partners LLC.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

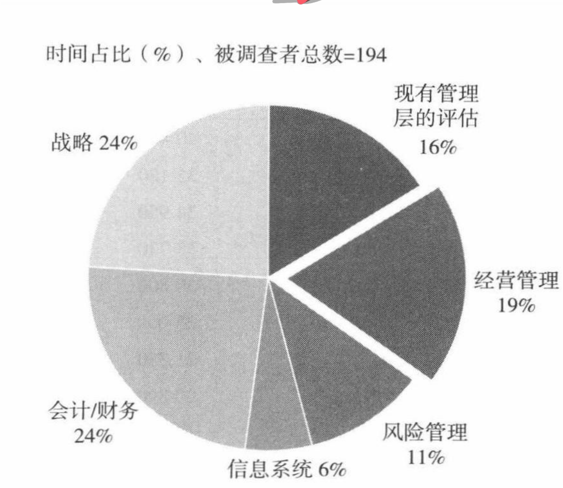


图 20-5 尽职调查所花费的平均时间[①]

① 基于 2009 年的调查结果。

资料来源：Gotham Consulting Partners LLC.

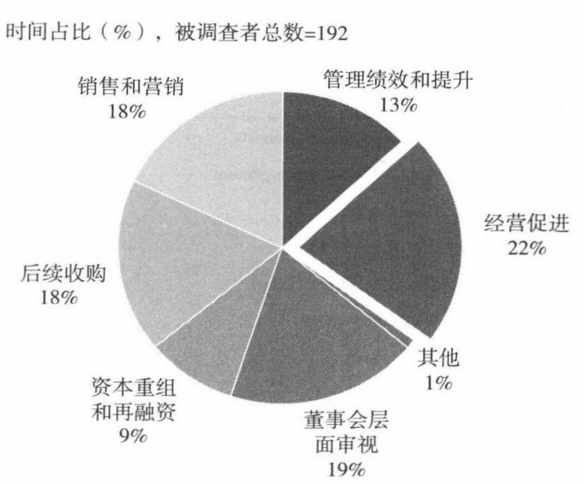


图 20-6 收购后各类活动所花费的平均时间[①]

① 基于 2009 年的调查结果。

资料来源：Gotham Consulting Partners LLC.

组合公司管理的关键主题包括：①2007～2009 年金融危机过后，需要更多的时间专注于组合公司的管理；②私募股权投资机构要更关注维持充足的现金流以满足银行合同的要求，这需要每周检视应收账款、应付账款和存货；③银行要求更多的信息，并且拒绝宽免还款，这就使得现金流错误的成本更高；④有时需要解聘不善于在经济萧条时经营公司的管理层，即使他们在正常的经济环境中表现得非常优秀；⑤运营良好但需求不稳定的公司是后续收购的好目标，以稳定需求和获得规模效应。

20.16 私募股权投资机构比较

表 20-1 展示了 2004 年 1 月～2009 年 4 月私募股权投资机构募集的私募股权投资资本额的排名，涵盖了从募集 523.5 亿美元排名第 1 位的 TPG（总部位于纽约）到募集 29.7 亿美元排名第 100 位的 Montagu Private Equity（总部位于伦敦）。排名前 50 名的私募股权投资机构共募集了 8 130亿美元，比后 250 家公司多募集了 55% 的资本（见图 20-7）。这 300 家机构中 65% 总部位于美国（见图 20-8）。图 20-9 展示了这 300 家最大的私募股权投资机构如何募集到 1.81 万亿美元的资金（超过 31% 流向了电力和医疗行业）。表 20-2 显示，前 50 家最大私募股权投资基金的内部收益率为 13.45%，而前 300 家私募股权投资基金的内部收益率为 13.38%。此外，从表中还可以看出非美国的私募股权投资基金的内部收益率要高于美国的私募股权投资基金。

表 20-1 2004 年 1 月～2009 年 4 月私募股权投资机构募集的私募股权投资资本额排名

排名	机构名称	总部	募集资本额（单位：100 万美元）
1	TPG	沃斯堡（田纳西州）	53 350
2	Goldman Sachs Principal Investment Area	纽约	48 990
3	The Carlyle Group	华盛顿	47 730

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

排名	机构名称	总部	募集资本额（单位：100 万美元）
4	Kohlberg Kravis Roberts	纽约	40 460
5	Apollo Global Management	纽约	35 180
6	Bain Capital	波士顿	34 950
7	CVC Capital Partners	伦敦	33 730
8	The Blackstone Group	纽约	30 800
9	Warburg Pincus	纽约	23 000
10	Apax Partners	伦敦	21 330
11	First Reserve Corporation	格林威治（康涅狄格州）	20 890
12	3i Group	伦敦	18 390
13	American Capital	贝塞斯达（马里兰州）	17 990
14	Hellman & Friedman	旧金山	17 900
15	Providence Equity Partners	普罗温斯顿（罗得岛州）	16 360
16	Advent International	波士顿	16 130
17	Terra Firma Capital Partners	伦敦	14 210
18	General Atlantic	格林威治（康涅狄格州）	14 100
19	Fortress Investment Group	纽约	14 080
20	Silver Lake	门洛帕克	14 000
21	Cerberus Capital Management	纽约	13 900
22	Permira	伦敦	12 670
23	Clayton Dubilier&Rice	纽约	11 720
24	Lehman Brothers Private Equity	纽约	11 710
25	PAI Partners	巴黎	11 500
26	Bridgepoint	伦敦	10 870
27	EQT Partners	斯德哥尔摩	10 820
28	Madison Dearborn Partners	芝加哥	10 600
29	Charterhouse Capital Partners	伦敦	10 560
30	Teachers' Private Capital	多伦多	10 240
31	Thomas H. Lee Partners	波士顿	10 210
32	Cinven	伦敦	10 170
33	Onex	多伦多	9 590
34	Riverstone Holdings	纽约	9 400
35	AXA Private Equity	巴黎	9 370
36	JC Flowers & Co.	纽约	8 900
37	Oaktree Capital Management	洛杉矶	8 850
38	BC Partners	伦敦	8 750
39	Candover	伦敦	8 450
40	Welsh Carson Anderson & Stowe	纽约	8 420
41	Nordic Capital	斯德哥尔摩	8 180
42	WL Ross&Co.	纽约	7 770
43	Lindsay Goldberg	纽约	7 690

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

排名	机构名称	总部	募集资本额（单位：100 万美元）
44	Sun Capital Partners	博卡拉顿（佛罗里达州）	7 500
45	NGP Energy Capital Management	达拉斯	7 470
46	Alpinvest Partners	阿姆斯特丹	7 260
47	Kelso & Co.	纽约	7 200
48	Citi Alternative Investments	纽约	7 080
49	Marfin Investment Group	雅典	6 860
50	Matlin Patterson	纽约	6 830
51	TA Associates	波士顿	6 827
52	New Mountain Capital	纽约	6 687
53	EnCap Investments	休斯敦	6 575
54	Abraaj Capital	迪拜	6 493
55	Doughty Honson	伦敦	6 396
56	Oak Hill Capital Partners	斯坦福（康涅狄格州）	6 300
57	Stone Point Capital	格林威治（康涅狄格州）	6 226
58	Summit Partners	波士顿	6 101
59	Investcorp	麦纳麦（巴林）	5 958
60	ArcLight Capital Partners	波士顿	5 800
61	Barclays Private Equity	伦敦	5 405
62	HIG Capital Management	迈阿密	5 342
63	Leonard Green&Partners	旧金山	5 300
64	Technology Crossover Ventures	帕洛阿尔托	5 300
65	Eurazeo	巴黎	4 847
66	Arcapita	麦纳麦（巴林）	4 839
67	Actis	伦敦	4 442
68	CCMP Capital	纽约	4 318
69	LS Power Group	纽约	4 285
70	Altor Equity Partners	斯德哥尔摩	4 158
71	Crestview Partners	纽约	4 150
72	Towerbrook Capital Partners	纽约	4 130
73	Oak Investment Partners	韦斯特波特（康涅狄格州）	4 110
74	Citadel Capital	开罗	4 100
75	MBK Partners	首尔	4 060
76	One Equity Partners	纽约	4 000
77	Pacific Equity Partners	悉尼	3 835
78	Lion Capital	伦敦	3 756
79	Platinum Equity Partners	旧金山	3 700
80	Quantum Energy Partners	休斯敦	3 665
81	Vestar Capital Partners	波士顿	3 650

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

排名	机构名称	总部	募集资本额（单位：100 万美元）
82	Bobson Capital	波士顿	3 636
83	The Jordan Company	纽约	3 600
84	New Enterprise Associates	切维蔡斯（马里兰州）	3 600
85	Mid Europa Partners	伦敦	3 500
86	Affinity Equity Partners	中国香港	3 500
87	Advantage Partners	东京	3 433
88	American Securities Capital Partners	纽约	3 300
89	IK Investment Partners	斯德哥尔摩	3 300
90	Softbank Group	东京	3 263
91	GI Partners	门洛帕克	3 250
92	Tenaska Capital Management	奥马哈（内布拉斯加州）	3 238
93	Hopu Investment Management	北京	3 232
94	Yucaipa Companies	旧金山	3 225
95	Centerbridge Capital Partners	纽约	3 200
96	KRG Capital	丹佛	3 184
97	Court Square Capital Partners	纽约	3 100
98	Berkshire Partners	波士顿	3 100
99	HSBC Principal Investments	伦敦	3 000
100	Mantagu Private Equity	伦敦	2 970

注：PEI300 统计中采取的私募股权投资的定义为：募集资金并将其直接投资于企业。这一定义涵盖了多样化私募股权投资、收购、成长型权益、风险投资、重振或控制型困境投资和夹层债务等权益资本。统计排名不包括基金中的基金、房地产为主的投资、对冲基金以及基础设施和债务投资。用于私募股权投资的夹层债务也计算在内，但交易中的杠杆部分除外。含有认股权证的夹层债务一般被媒体和数据服务集团视为收购资本。

资料来源："PEI 50 2009，" Private Equity International.

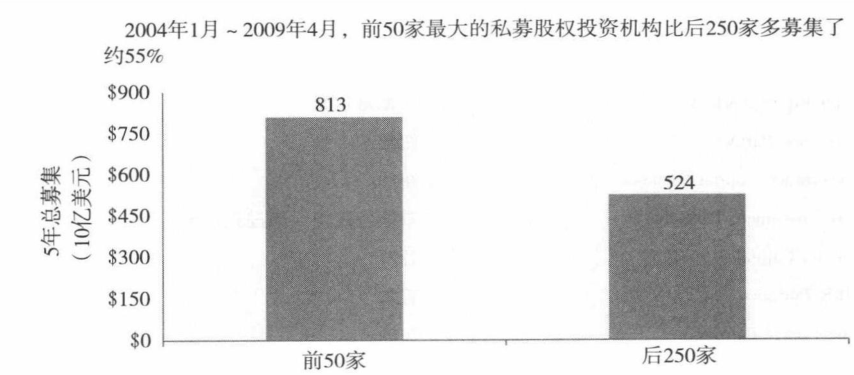


图 20-7 排名前 50 家和后 250 家

资料来源："PEI 50 2009，" Private Equity International.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

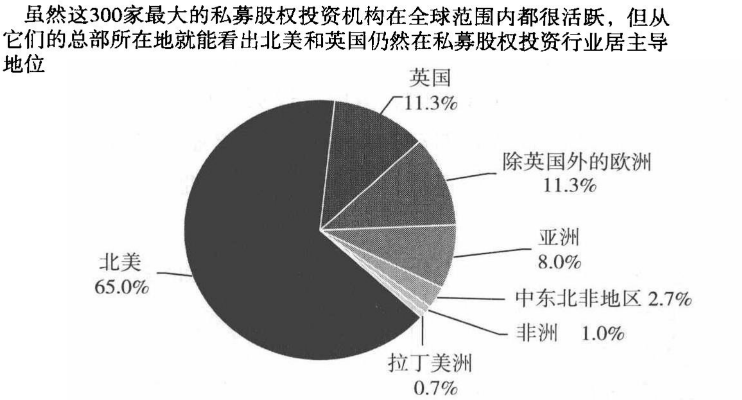


图 20-8 总部所在地

资料来源："PEI 50 2009," Private Equity International.

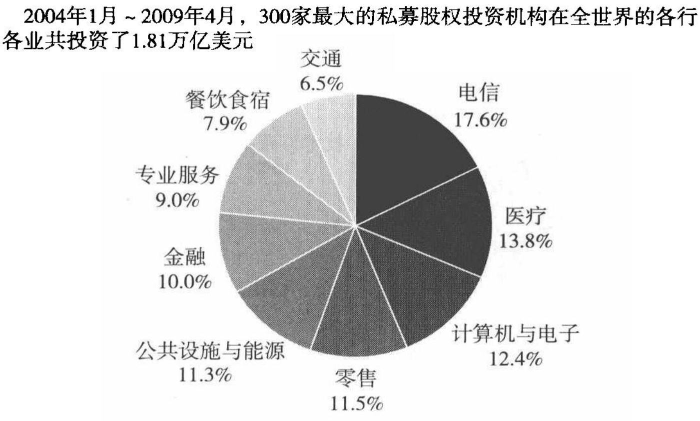


图 20-9 基金投资方向

资料来源："PEI 50 2009," Private Equity International.

表 20-2 私募股权投资的业绩

最大的 50 家私募股权投资机构的业绩略微高于后 250 家和整个行业（SSPE 指数）。非美国机构的收益明显高于美国机构 （%）

	PEI 50 内部收益率	PEI 300 内部收益率	SSPE 指数内部收益率
混合平均	13.45	13.38	12.92
地区分类			
美国	13.36	13.31	12.47
非美国	15.67	15.48	15.61

注：通过汇总 1990～2008 年第三季度的 1 437 家私募股权投资基金数据，包括完全清盘的基金。混合平均内部收益率是扣除了费用、成本和业绩奖励后的内部收益率，通过将样本基金看成一个单一"基金"，加总全部的现金流和净值，基于混合资产组合的基础之上而非简单加权每个样本基金的平均收益率计算得到。

资料来源："PEI 50 2009," Private Equity International.

20.17 凯雷集团简介

1987 年成立的凯雷集团，2009 年时拥有来自 68 个国家的 1 300 多名投资者，其中包括养老

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

金、捐赠基金、金融机构和高净值个人客户等。凯雷在20个国家拥有480位投资专家，总雇员数达900多人。凯雷的管理资产额为850亿美元（64只基金），其中33亿美元来自机构高管的认购。这些资产包括四类基金家族：杠杆收购、房地产投资、杠杆融资和成长资本。凯雷是私人合伙企业，由凯雷高管和两个机构投资者拥有，其中加利福尼亚公共雇员退休系统（CalPERS）拥有5.1%，位于阿布扎比的战略发展公司穆巴达拉发展公司拥有7.5%，如图20-10和图20-11所示。

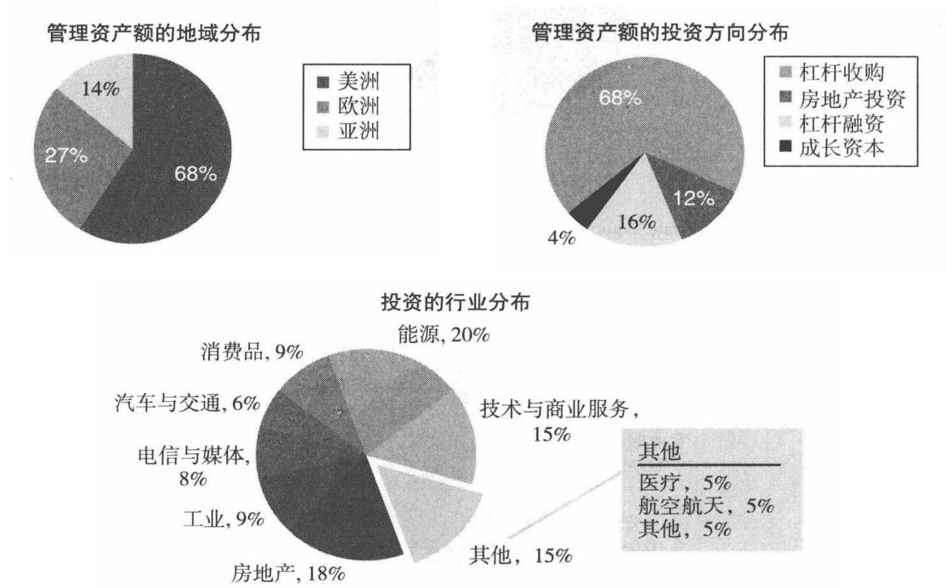


图20-10 凯雷集团

资料来源：*The Carlyie Group*：*Assets Under Management*. The Carlyle Group. Web. 24 Sep. 2009.

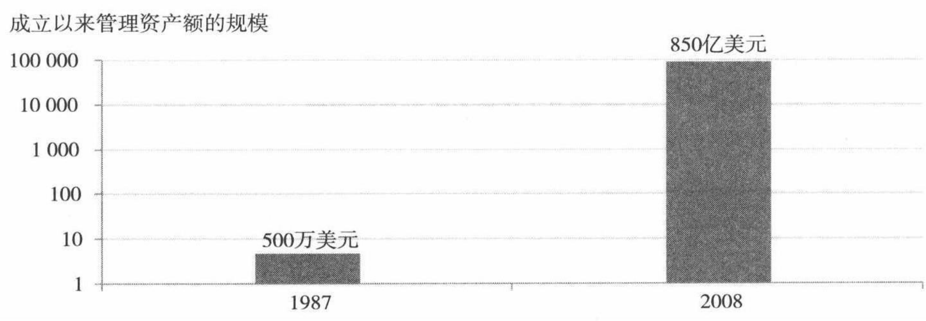


图20-11 凯雷集团

资料来源：Press reports.

2008年，凯雷的组合公司中有3家破产，包括1家德国的汽车零配件生产商爱德夏、1家中等规模的石油天然气物流和销售公司森姆集团和1家夏威夷的全方位电信服务提供商夏威夷电信。此外，主要投资于政府支持企业发行的AAA级住房抵押贷款支持证券的凯雷资本公司申请破产清算，同时，集团还清算了旗下的多重策略对冲基金Carlyle Blue Wave。

尽管面临着这些困难，2009年，凯雷对未来仍然保持乐观的态度。因为全球布局、知识和资本储备，并且预计在这一轮的权益价值下跌中构建长期投资并获益。凯雷预计组合公司的运营管

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

理仍具有挑战性，私募股权投资交易的次数和规模将会降低，并且需要更多的权益（更少的债务）、更长的持有期和更低的收益。

20.18　未来的挑战与机遇

私募股权投资的挑战包括：①历史上的私募股权投资模式是否有效；②鉴于 2007～2009 年的信贷危机，未来债务的可获得性；③投资者对现有投资模式兴趣的持续性；④鉴于 2005～2007 年进入的投资大量缩水，现有的有限合伙人投资收益和分配将会下降多少；⑤麦道夫丑闻和全球权益和固定收益市场大量亏损的影响下，高净值个人的投资热情如何；⑥“2＋20”收费模式的可持续性；⑦监管和税收政策的改变（见第 19 章）；⑧财务会计准则委员会 157 号公告（见第 19 章）；⑨2011～2013 年，组合公司需要偿还的大量到期债务，以及这些债务是否能够被新筹集资金置换；⑩如果债务置换行不通，这些组合公司是否会破产。

以上挑战是对整个行业的威胁，但同时也存在着很多机遇，包括：①有机会以超过 5 000 亿的资本在史上最低的价位收购公司；②在金融机构最需要资本时对其进行“救助”，可获得最有利的交易条款；③有机会和公司及政府进行联合投资；④有机会以自身出色的投资和执行能力重振陷入困境的公司；⑤私募股权投资帮助经济脱离危机，这使得公司管理层、董事会和政府对行业的好感度有所提升。

20.19　展望

未来，最成功的私募股权投资机构大概可以分为两类：全球化的大型私募股权投资机构，这些机构有规模化和多样化的投资和顾问业务；小型的“精品”私募股权投资机构，这些机构有明确的投资对象和基于运营/投资模式或产业知识的差异化投资策略。处于上述两者之间的机构因为没有专业化或差异化的投资领域，将很难募集资金以满足投资目标。

只要信贷紧缩政策持续下去，私募股权投资机构将更加依赖投资公司的有效管理来实现预期收益率。成功的机构将创建更好的行业专业化能力，并提升在运营资本、销售管理、定价、采购等经营领域的能力。私募股权投资机构的成功要么自身积累这些专业能力，要么通过收购获得。没有这些经营能力和行业专业化能力，仅仅依靠杠杆和金融工程将很可能走向失败。

有些机构的成功是因为能够识别出资本结构中的不同部分，因而能更好地寻求最高的风险调整后收益。有些机构则学会更好地处理同组合公司管理者之间的关系。这些机构努力通过沟通而非制度将管理者和所有者的利益一致起来，使两者实现通力合作。

私募股权投资机构需要决定组合公司中，有多少比例的公司具有重大的债务重组需求，并且确定其自身是否具有达成债务重组所需的条件。即将到期的大量债务将成为一个主要的时间承诺，并且将使得这些机构承担重大的风险。其他的机构则需要决定它们是否有足够的资本来抓住一些独特的价值投资机会。如果当前资本不充足，在不利的经济环境和投资收益不确定的情况下，资金募集将需要大量的时间。

杠杆交易的规模将会更小，且交易频率也将降低。大额交易的减少将使得一些私募股权投资

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

机构改变其策略，从而更加专注于困境交易、其他形式的债务交易和 PIPE 投资。随着有限合伙人要求私募股权投资活动和经济环境更加同步，与有限合伙人的关系也将发生变化，包括管理费的降低、更严格的基金文件（包括“风格转变”的限制），作为提高业绩奖励的交换。展望未来，私募股权投资机构的数量将会减少，收益将会降低，投资范围将会更广，以及经营能力将会更强。

习题

1. 你是如何解释在 2009～2013 年美国公司养老金对私募股权投资基金的预期年化收益率要高于对对冲基金的预期年化收益率？
2. 为什么杠杆收购基金在 2002～2007 年 7 月间表现得如此成功？之后又发生了什么？
3. 在私募股权投资繁荣时，投资的可能负面后果是什么？
4. 从私募股权投资基金的有限合伙人角度看，附属基金的好处和担心的问题是什么？
5. 当债务来源有限且成本高昂时，私募股权投资如何应对这样的环境？
6. 为什么大型私募股权投资机构在投资银行传统主导的并购顾问业务领域的拓展能够成功？
7. 附属基金主要试图解决在黑石首次公开发行招股书中包含的哪些主要风险因素（见专栏 20-1）？
8. 试述金融危机后在私募股权投资价值创造中的倍数扩张。
9. 什么因素导致非美国私募股权投资机构的平均业绩比美国私募股权投资机构要好？

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

第 21 章　中国的私募股权投资

虽然私募股权投资业在中国还是一个新生事物，但它在中国的发展十分迅速，中国也成为全世界私募股权投资最优先考虑的国家之一。通过帮助中国企业成长、为中国宏观经济和发展目标做出贡献，私募股权投资活动在社会和经济方面已经对中国产生了重要影响。私募股权投资机构将专业管理知识传递给它们的组合公司，在这方面做得非常成功：帮助建立更具竞争力的跨国企业，提高公司治理水平，发展更具创新性的私人部门，支持中国内地的发展，扩大中国内需。

21.1　私募股权投资对中国的社会影响[㊀]

如图 21-1 所示，在 2004～2010 年，与上市公司相比，私募股权投资支持的企业支付了更高的工资，而且提高工资的速度更快。此外，这些企业研发经费占收入的比例接近上市公司的 2 倍，如图 21-2 所示。最后，私募股权投资在所有省份都有投资，包括在不发达的内陆地区，而不仅仅是在经济发达地区，这为中国政府倡导的“西部大开发”战略做出了重要贡献。2010 年，超过 60% 的私募股权投资直接投向了内地企业。

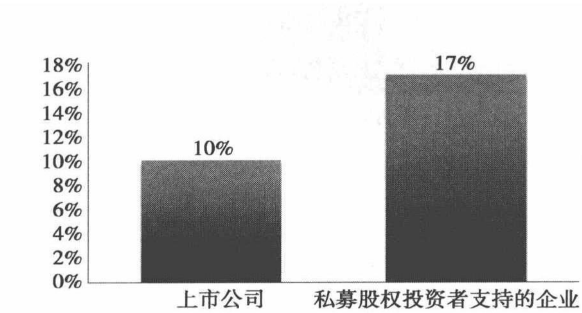


图 21-1　工资增长比较

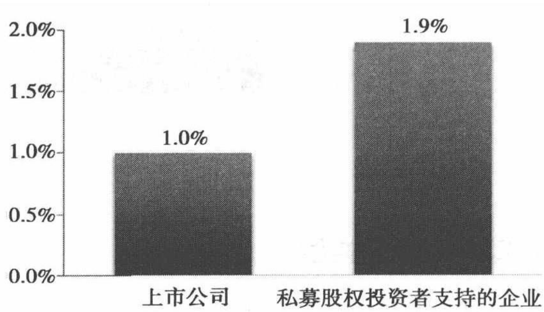


图 21-2　研发经费占收入的比例

资料来源：The Social and Economic Impact of Private Equity in China 2012 Survey.

21.2　私募股权投资对中国的经济影响

如图 21-3 所示，私募股权投资支持的企业在收入和利润上都要比上市公司表现优异。这表

㊀ 参考文献：The Social and Economic Impact of Private Equity in China 2012 Survey.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

明，私募股权投资管理人参与组合公司的管理，引入新的管理经验和更好的财务控制，有助于提升品牌和公司治理水平。私募股权投资支持的企业相应缴纳更多的税收，这可以反映其良好的财务状况，同时也反映其对地方和国家的税收做出的积极贡献。最后，私募股权投资支持的企业扩展了中国的消费品和零售行业（见图 21-4），因为这两个行业是私募股权投资的主要投资行业。2007～2010 年，私募股权投资者支持的零售企业取得了 59% 的收入增长，而上市的零售企业仅增长了 19%。私募股权投资支持的消费品企业取得了 26% 的收入增长，上市的消费品企业仅增长了 16%。

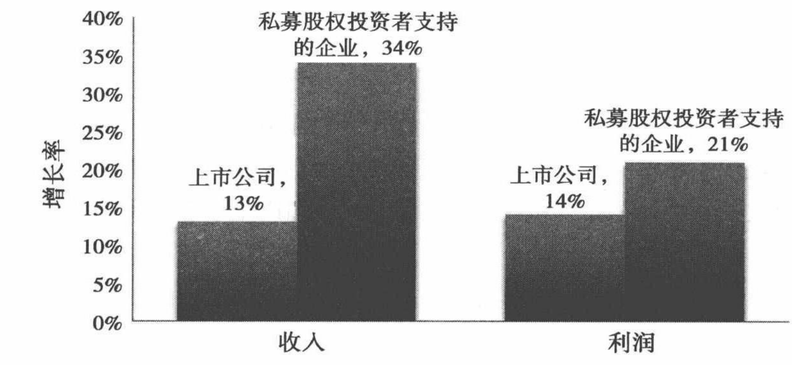


图 21-3　收入和利润增长比较

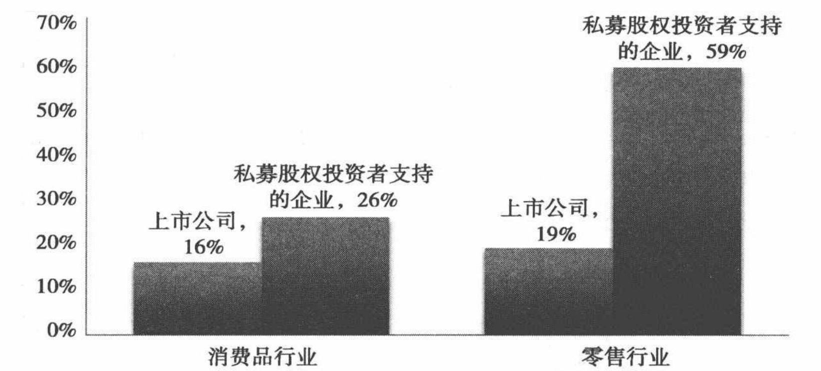


图 21-4　收入增长的行业比较

21.2.1　基金类型

最初，私募股权投资在中国主要由外资机构控制，但中国国内的私募股权投资机构的发展也十分迅速。外资机构和中资机构都运作美元基金和人民币基金。另外，中国政府也设立了自己的私募股权投资基金，但其结构与其他基金区别很大，因为有限合伙人主要是政府机构，包括地方政府。最后，还有一种混合型基金，由外资和中资共同所有，发行美元基金和人民币基金。

由外国和中国的普通合伙人创办的美元基金在离岸司法管辖区注册，而由同一团队创办的人民币基金则在中国注册，主要是在上海、北京、天津。外资所有的美元基金在海外向非中国投资者募集，并且这些基金的退出也在海外。为了将美元兑换成人民币从而能够在中国投资，外资基金必须从中国有关政府机构获得批准，当然这些批准有时很难获得。这些基金有出色的业绩和强

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

大的品牌优势，但是其投资行为受到严格限制。与此相反，中资基金能够更自由地投资，没有如此严格的限制。然而，中资基金在有限合伙人方面存在劣势，这些合伙人缺乏耐心，没有长远眼光，而这往往是私募股权投资所需要的。混合型基金兼有外资和中资基金的优势，但劣势在于其两类所有者之间可能存在潜在利益冲突。

21.2.2 基金结构

私募股权投资基金可以采取离岸基金或境内基金的结构。离岸基金享受税收优惠，管制宽松，并能够吸引海外的有限合伙人进行投资，这些合伙人对于私募股权投资的长期投资特点更加熟悉，更擅长操作大规模的资本。但是，基于2005年出台的新的监管政策，中国国内机构被严格禁止设立离岸基金。外资机构仍可以设立离岸基金，但离岸基金面临上述外币转换为人民币的困难，同时由于中国在外资投资领域许可方面的严格限制，使得离岸结构困难重重。

由于外汇和监管的难题摆在离岸基金面前，中国现在大部分的私募股权投资活动都是通过境内基金运作。主要有5种境内结构：中外合资经营企业，即外国和中国的合伙人共同投资、分享收益；中外合作经营企业，即外国合伙人提供资本，中国合伙人提供产权和劳动力，并就收益的分享达成协议；外商独资企业，属于受中国法律管辖的中国法人，但资本全部由外国投资者提供；外商投资控股公司，为直接投资而设立的投资载体，是独立法人；外商投资股份制公司，即由中国和外国的股东所有（外国股东最大享有25%的股份），并根据双方股份比例分担合伙人职责。

21.2.3 中国的基金募集

最初，大部分中国的私募股权投资募集的都是美元基金，这是基于大量以美元为基础的机构投资者的需求，但是人民币基金募集的迅速增长令人印象深刻。人民币基金的平均规模要小得多，但在过去几年中，募集的人民币基金在数量上已超过了美元基金。受中国投资者兴趣提高和美元基金严格管制的影响，人民币基金募集活动发展迅速。人民币基金的增长也部分取决于这些基金更好的退出机会。中国证监会对上市的严格监管使得美元基金在中国国内交易所上市退出变得十分困难。

人民币基金的资金越来越多地来自于国内投资者和当地政府。新的法律在税收、外汇和其他监管方面对美元投资者进行更严厉的限制，而这些国内投资者不会受到这方面的限制。与美元基金的投资相比，人民币基金的投资速度更快，成本更低。而且，由于中国有着与世界其他市场相比更高的交易倍数，通过在中国国内进行首次公开发行退出会成本更低、估值更高。

2007年中国通过的有限合伙制法律，促进了外国和国内基金管理人的人民币基金募集。2011年，人民币基金募集达到了70亿美元，与当年募集的80亿美元的美元基金近乎持平。人民币基金的募集中，政府有关的机构（如中国投资有限责任公司和全国社会保障基金理事会）起到了至关重要的作用。2010年8月，中国保监会允许国内保险公司投资私募股权投资，这为人民币基金整个行业开辟了一个新的重要资金来源。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

21.2.4 中国金融市场监管

中国金融市场有三个主要的监管机构：中国证监会、中国人民银行和国家发改委。这些机构制定的监管规则对外资进行严格限制。所有外国投资者都要求通过合格境外机构投资者计划在中国进行投资，这一计划要求有非常成功的投资历史以及超过50亿美元的管理资产额。

另外一些监管外国投资的机构包括：商务部、国家工商总局、国家外汇管理局和国资委。

21.2.5 杠杆收购

杠杆收购，将银行和资本市场当作重要的债务资金来源，收购目标公司大部分或全部的股份，是全球私募股权投资业的一个核心投资策略。然而在中国，这是非常不常见的业务。这是因为严格的政府管制，对银行贷款和从资本市场上募集资金的限制，以及有限的可收购目标公司。国有的或是关系国家安全的行业的公司不允许作为杠杆收购的目标公司。因此，大部分私募股权投资集中于成长型公司，而在成长型公司的投资通常只占少数股权，使得杠杆收购不能成为核心的投资策略。在成长型公司的少数股权投资使得投资者能够减少政府监管，避免对资本市场的债务融资依赖。另外，少数股权投资导致更快的退出机会，特别是通过中国首次公开发行市场。杠杆收购的少数例外主要是在房地产领域，大部分中国的私募股权投资要么集中在对私营企业的少数股权投资，要么集中在PIPE，但后者通常也限制在少数股权投资。

21.3 行业前景和挑战

如图21-5所示，尽管大量资金迅速涌入基金、交易量迅速增加，但私募股权投资业整体上在中国的渗透率仍然比发达经济体和其他主要新兴国家低得多。2011年，私募股权投资额仅占GDP的0.14%，而印度是0.33%，美国是0.98%。

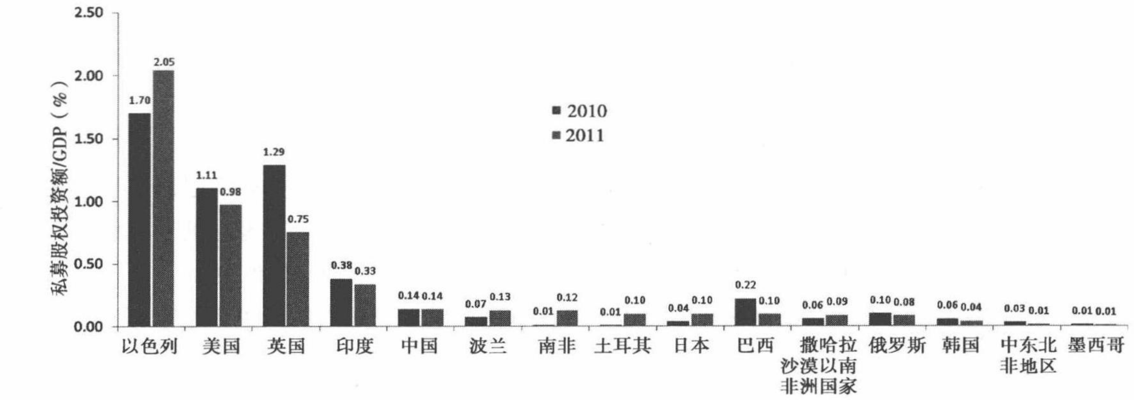


图21-5 2010~2011年全球私募股权投资渗透率

资料来源：EMPEA Industry Statistics, published on 15 March 2012.

2002~2011年，中国私募股权投资的总量约为590亿美元。这些基金主要是早期基金、扩张/发展资本、Pre-IPO投资、PIPE、收购和其他私募股权投资形式。其中，扩张/发展资本成为

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

这一时期私募股权投资的主要形式。

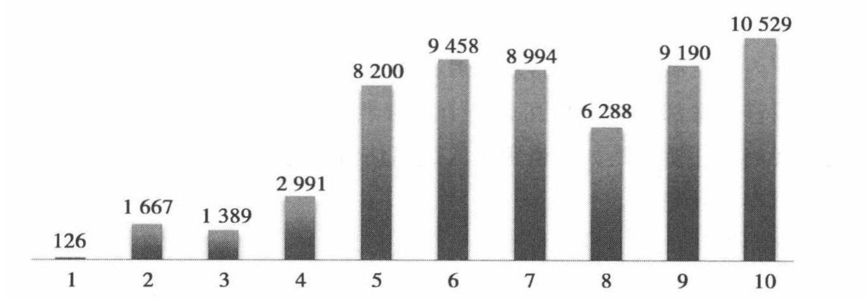


图 21-6 2002～2011 年中国私募股权投资（单位：100 万美元）

资料来源：EMPEA Industry Statistics, published on 15 March 2012.

中国的投资环境十分具有挑战性，这归因于复杂多变的监管环境、缺乏稳定性的机构和团队、数量有限的高质量投资机会导致的激烈竞争和下文概括的其他挑战的共同影响。

1. 对高质量投资机会的激烈竞争[⊖]

投资者将会看到中国的私募股权投资交易极其激烈的竞争，如图 21-7 所示：

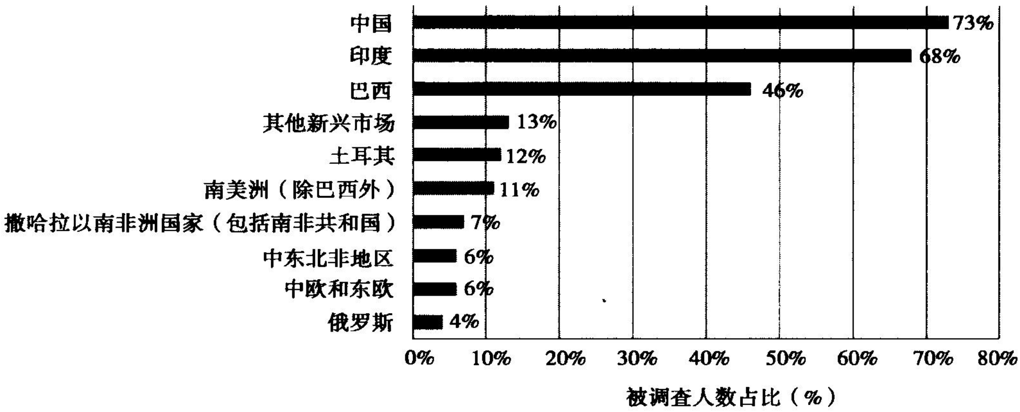


图 21-7 未来 12 个月内普通合伙人将面临激烈竞争的市场：有限合伙人的视角

资料来源：Emerging Markets Private Equity Survey 2011 Report.

虽然中国有着大量可投资的目标公司和巨大且增长迅速的消费市场，但中国市场依旧高度分化且不同区域的市场差异巨大。每个区域收入水平不同，有着自己的消费习惯而且变化很快。对不同地区机会的熟练把握要求掌握每个潜在市场的地方商业经验方面的市场知识。因此，把握高质量的投资机会不仅要有传统的投资渠道，还需要有非传统的网络渠道，后者甚至更重要，比如说财务顾问在很多情况下与大量企业有着很广的人脉关系。

自从开始考虑处置和重组其资产以来，国有企业成了重要的潜在投资对象。然而，外国投资者想进入国有企业非常难，因为内部关系占了主导地位。即使私募股权投资机构能够进入，在交易完成前也会有很多障碍，因为国有资产受到了巨大的公众关注，这常常导致更严格的监管。例如，凯雷集团在做了大量努力之后，由于监管者的干预，还是没能够收购徐工（一家著名的国有

⊖ 参考文献：Emerging Markets Private Equity Survey 2011 Report.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

企业）。国际私募股权投资机构经历了来自于国内基金日益强劲的竞争，国内基金有时能提供更灵活的期限，有更强的关系，完成交易更快。一般来说，国际私募股权投资机构运作更严格，尽职调查更耗时，国内投资载体、外汇管理、退出策略上有更复杂的程序。由于大部分国内机构提供给目标公司的投资方案都类似，相互竞争十分激烈。这导致竞争的主要手段就是价格。因此，对私募股权投资者的核心挑战是如何避免进入过高估值的过度竞争市场。这也很困难，因为支持更高质量交易的资本是过剩的。

2. 团队稳定性

投资团队的稳定性、连续性和接班人的延续性对于中国私募股权投资者来说是主要的考虑因素。由于大部分私募股权投资都投入成长资本和 Pre-IPO 交易，有利于交易的关系就非常关键。因此，有强大人脉关系的个人对于私募股权投资机构在中国的成功非常重要。但其中的很多人流动性非常大，为了更高的薪酬在各家机构之间流动，或者设立自己的私募股权投资基金。这对私募股权投资造成了高核心人员风险。因此，当评估管理团队时，有限合伙人非常谨慎，会把普通合伙人的稳定性纳入其中。

3. 私募股权投资的退出

尽管不透明的监管环境、复杂的首次公开发行程序和股票市场的巨大波动，中国国内资本市场还是为许多私募股权投资提供了可行的退出选择。中国国内股票市场比美国首次公开发行市场提供了更高的倍数。于是，中国机构更倾向于把国内首次公开发行市场作为未来的变现策略。然而，由于外国投资者进入中国首次公开发行市场面临着监管的限制和烦琐的程序，这种退出策略对于外国投资者往往并不可行。因此，国际私募股权投资对国内企业吸引力很小。

4. 尽职调查和监管的复杂性

中国公司通常有内账和外账两套财务报表，想通过内账来完成尽职调查有文化上的困难。关于监管，则存在大量政府监管部门的广泛审查和批准程序。这些监管者发布了大量正式规则，但也经常提供非正式的指导，理解和遵守这些指导对外国投资者来说很有挑战性。一些中国监管者职责交叉，而且中国有严格的资本管制。另外，知识产权保护体系在中国很脆弱，还被有选择地执行。尽管监管环境在改善，但私募股权投资应继续保持谨慎，因为它们需要等待交叉监管问题的解决和知识产权法律的无差别执行。

主要参与者和基金的选择

中国已成为世界上私募股权投资最主要的增长市场。全球私募股权投资机构涌向中国设立办公室，募集越来越多的资金投向这个有巨大吸引力的市场。

2011 年，约 170 亿美元的资金投入专注中国市场的基金，比 2010 年增长了 100%。2011 年，人民币主导的基金占了全部基金募集的大多数。

除了国际有限合伙人对基金募集活动的投资，国内的有限合伙人，特别是国有企业，成为重要的资金来源。国际普通合伙人通过致力于募集人民币资金，正努力地“本土化”。外币基金虽然目前在规模上很小，但将继续在中国私募股权投资市场上扮演不可或缺的角色。此外，大量中国企业还在结构上需要这些资金，因为它们需要以离岸上市或出售作为退出策略。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

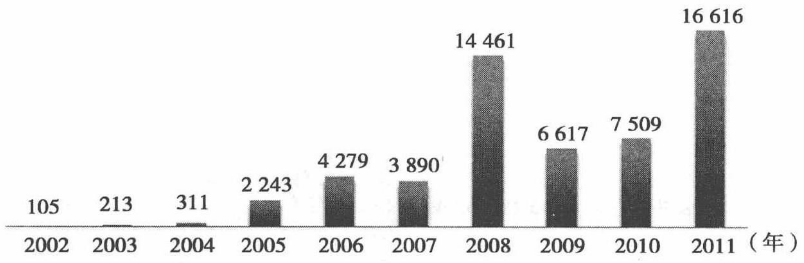


图 21-8　2002～2011 年中国的基金募集（单位：100 万美元）

资料来源：Mckinsey Private equity Asia - Pacific March 2011 Report.

1. 国内有限合伙人

国内有限合伙人一般有以下几类：

（1）有政府背景的机构，例如全国社保、中投公司、国家开发银行、国家外汇管理局和政府引导基金。全国社保作为一个 1 200 亿美元的社会保障基金，是中国最大的有限合伙人，能够在私募股权投资上配置 120 亿美元资金。全国社保过去已经投资于许多大型的人民币私募股权投资基金，包括中信产业投资基金，这一基金募集了 90 亿人民币（13 亿美元）。2010 年，国家开发银行发起了第一只国内基金中的基金，募集了约 100 亿人民币。

（2）国有企业支持的资产管理基金是另一个重要的有限合伙人群体。例如南方集团，一家 2010 年收入达到 370 亿美元的国有企业，管理着 4.7 亿美元，直接用于私募股权投资。

（3）保险公司也致力于私募股权投资。2010 年 8 月，中国监管机构批准，保险公司管理资产额的 5% 可以配置于私募股权投资，这代表着 300 亿美元的潜在资金池。在许多成熟的私募股权投资市场上，保险公司巨额资产和长期投资周期为私募股权投资基金提供了一个巨大而稳定的投资者基础。保险公司作为私募股权投资基金新有限合伙人的出现，将刺激中国私募股权投资活动的增长。

（4）在特定的约束下，国内私营公司或上市公司现在也能够投资于中国私募股权投资市场。

（5）一个新的资本来源是有能力投资于中国私募股权投资市场的高净值个人和家庭。

2. 国际有限合伙人

外国机构投资者，包括捐赠基金、养老金、基金中的基金和外国主权财富基金已经投资于中国私募股权投资。例如，新加坡政府投资公司和淡马锡控股已经投资于中国私募股权投资行业很多年了。其他外国投资者则是近期才进入这一市场。这些国际投资者的组成如图 21-9 所示：

3. 普通合伙人

中国令人赞叹的增长吸引了全世界的普通合伙人。具有丰富知识的专业人士用深厚的人脉关系和丰富的经验，帮助当地企业的成长。

（1）人民币基金或美元基金的国内普通合伙人

与早期中国国内私募股权投资机构通过设立美元基金来吸引国际有限合伙人不同，今天人民币基金更加普遍。国内领先的机构，如弘毅投资、中信产业投资基金和鼎晖投资都完成了数个人民币基金的募集。人民币基金有很多优势，包括能够投资于诸如媒体和国防行业，这些对外国基金是限制的。在中国，一种特殊的普通合伙人被称为产业基金，由省级政府和国有企业作为资金来源。这些基金只投资于特定的行业，所以投资领域相对较窄。从 2006 年设立第一只产业基金

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

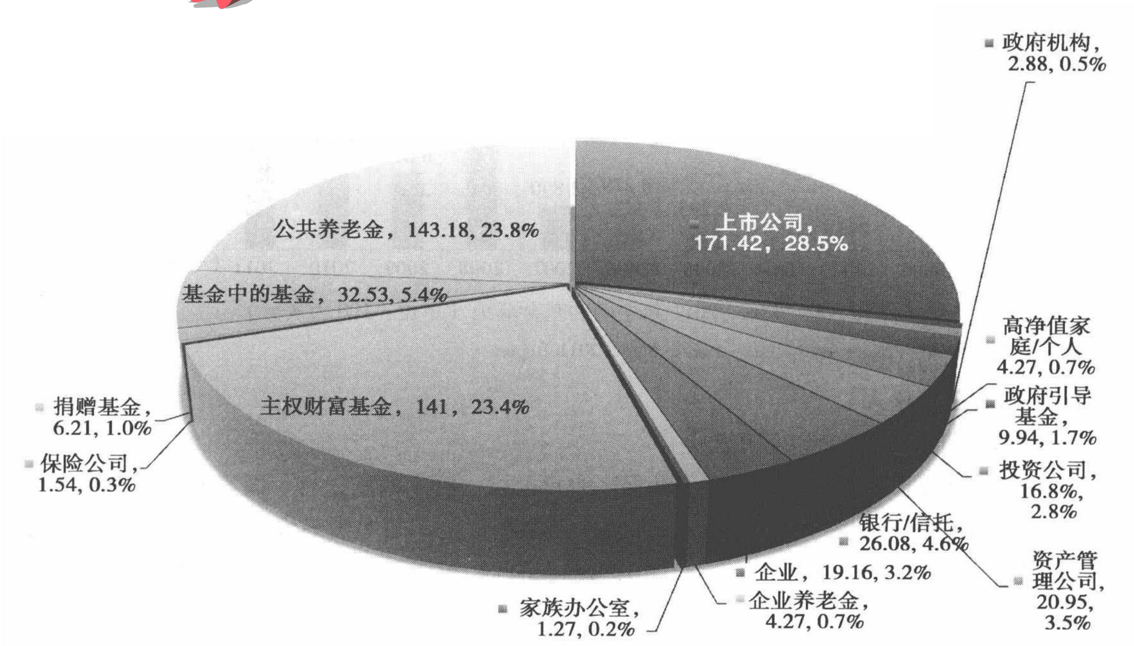


图 21-9 有限合伙人的构成（根据调查到的基金，单位：10 亿美元）

资料来源：Zero2IPO Research Center（July 2011）.

以来，已经有超过 40 只产业基金设立，覆盖了从制造到清洁能源的广泛行业。产业基金是人民币基金的一个重要部分。

（2）人民币基金或美元基金的国际普通合伙人

中型公司需要运营和战略上的支持，特别是融资方面的支持，它们是国际普通合伙人最青睐的目标之一。国际普通合伙人带来的专业经营经验、财务管理纪律、公司治理提升、新的资本融资、与其他组合公司的潜在协同效应，能够提高这些公司的价值。另外，来自这些基金的投资能提高中型公司的声誉。

除了美元基金，越来越多的国际普通合伙人致力于募集人民币基金。例如，高盛、摩根士丹利、TPG、黑石和凯雷都设立了人民币基金。凯雷与北京市政府合作，设立了一个有限合伙制的人民币基金，这是该机构设立的众多基金中的一个。高盛也与北京市政府组建了合资企业来设立人民币基金。摩根士丹利与杭州工商信托（一家由当地政府控制的国有企业）合作设立了人民币基金。TPG 和黑石也设立了人民币基金。截至 2011 年年中，这些基金吸引了 300 亿美元资本，大部分来自于中国国内机构投资者和富有个人。

人民币基金迅速增长的一个原因是中国监管环境对人民币基金比美元或其他货币基金更宽松。另一个原因是被投资公司偏爱人民币基金，因为更容易建立境内交易结构，而且如果交易不涉及外国资本，能够更快获得投资许可。

21.4 国际私募股权投资机构的投资和募集活动

在中国进行私募股权投资的主要国际机构包括：凯雷集团、TPG、黑石、贝恩资本、高盛和

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

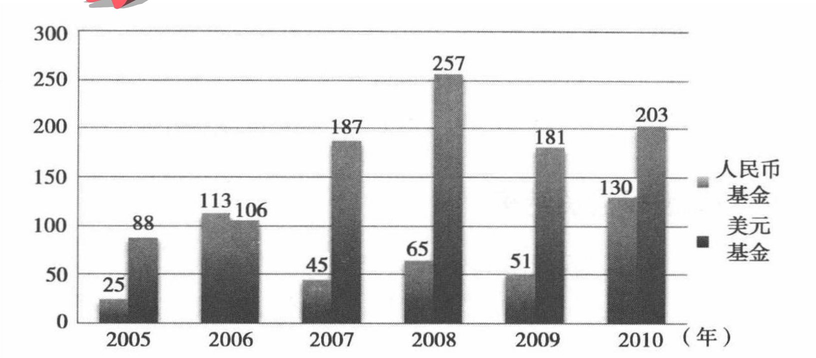


图 21-10　2004～2010 年中国的美元基金和人民币基金的平均规模

资料来源：Mckinsey Private equity Asia-Pacific March 2011 Report.

摩根士丹利。它们和许多其他国际私募股权投资机构设立了美元基金，投资中国的私募股权投资对象。实际上，2010 年许多机构宣布了新计划，打算募集总共超过 600 亿美元的美元基金。然而，在那时美元基金只投资了 110 亿美元的资产，表明了这种投资形式的困难。这些机构已经募集到了人民币基金，而且与美元基金相比，人民币基金在投资方面更加成功。除了美国私募股权投资机构，许多其他国际私募股权投资机构都在中国投资，包括科威特投资局。这些国际投资者主要是对中国公司进行少数股权投资。

2011 年 11 月，摩根大通资产管理公司获得了北京市政府的许可，通过合格境外有限合伙人计划（QFLP）设立了 10 亿美元的基金，使其成为人民币基金迄今为止最大的外国管理人。摩根大通拥有 QFLP 的许可，便可以将 10 亿美元的外币兑换成人民币在北京及周边进行私募股权投资。10 亿美元占了北京市政府 QFLP 总额的 1/3。QFLP 使境外资金兑换成人民币进行投资更为容易，绕过了外汇管制和国家外汇管理局的批准。人民币基金也比美元基金更容易进入某些严格限制的行业——从贵金属开采到金融租赁公司，虽然还不可以投资于媒体、义务教育和博彩行业。

中国规模前几名的人民币基金都是由本地投资者设立的。最大的人民币基金是上海国际航运和物流产业基金管理有限公司（国有企业）募集，规模为 500 亿元人民币（合 78.6 亿美元）。由国外投资者募集的最大的人民币基金是以色列投资机构英菲尼迪集团的 60 亿元重庆英菲尼迪人民币基金。

21.4.1　人民币基金和美元基金

人民币基金比美元基金和其他货币基金有着许多与生俱来的优势。通过直接投资中国公司，而不是将目标公司转为离岸形式，人民币投资者不会受到特定的监管和规制，包括 75 号文和并购规则的限制，这意味着更少的延迟和其他问题。

另外，当离岸投资者投资于中国公司时，这家公司通常会变成外商投资企业。这意味着这家公司重大改变，包括股权的变化、新的投资者、章程的修订和注册资本的增加，所有这些都需要商务部批准。这对一家想得到资本和私募股权投资其他优势的中国目标公司来说十分不利，但这些不愿重组结构、不愿处理耗时的审批程序的情况对国内私募股权投资不存在。中国国内股票交易所有了长足的进步，交易倍数增长显著，活跃的首次公开发行市场为人民币基金投资的公司提供了通畅的国内上市退出渠道，这与海外上市形成鲜明对比。另外，人民币基金面临更少的监管

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

压力，而外汇则受严格管制，如果想在海外退出的话这成为一个严重问题。2010年，大中华区的交易所通过440起交易募集了1 298亿美元，占全球首次公开发行募集总额的46%。2011年，中国上市公司的平均市盈率在18.65～46.01倍，超过了美国上市公司的市盈率。

21.4.2 主要的私募股权投资结构

在中国，最常见的私募股权投资形式是购买公司的少数股权。私募股权投资者要取得组合公司的控股股权很难，因为公司的所有者或创始人通常不愿意放弃对公司的控制权。价格和所有权的争议可以轻易推迟甚至毁掉一笔交易。没有控制权，私募股权投资机构必须找到其他方式对所投资的公司施加影响，特别是在中国少数股东权益被忽视或者缺乏很好保护的情况下。

一些中国的私募股权投资基金，特别是人民币基金，被看做投机工具，它们获得公司的少数股权，希望通过首次公开发行迅速退出变现。这被称做Pre-IPO投资。Pre-IPO投资使得私募股权投资机构能够配置大量的资本并在较短的时间内、以相对较低的风险获得较高收益。目标公司从投资者处获得信誉，从而有利于首次公开发行的成功。私募股权投资通常有助于公司获得上市批准。Pre-IPO投资可以改进目标公司的战略规划，加速其扩张计划，并提高公司治理。结果是最终的公众投资者更加放心，因为目标公司通过了私募股权投资者严格的尽职调查，而且更有可能以稳定的方式运作公司。少数股权投资的一种形式是PIPE。中国私募股权投资交易的40%是PIPE交易，即私募股权投资投资者在股票交易所买入上市公司的少数股权。

传统的美国私募股权投资模式是通过高杠杆取得控股地位，帮助公司提高经营效率，并在3～7年之后退出公司。这种模式在中国很少见。尽管控股性交易在数量上逐渐增长，但仍不是中国私募股权投资业的主要角色。

21.5 尽职调查

1. 有限合伙人对普通合伙人的尽职调查

在成熟的市场，如美国和英国，有限合伙人的尽职调查程序非常严谨规范，但中国基金的尽职调查有时相对粗糙。当市场情况导致投资资金供不应求时，尽职调查有时不能以严格的方式进行。因为优秀的普通合伙人并不多，投资这些普通合伙人的竞争会很激烈。明星普通合伙人会收到有限合伙人的超额认购，因此有很强的谈判能力来获得最满意的条款，特别是当很多有限合伙人存在着增加中国私募股权投资市场的投资压力时。因为中国的私募股权投资业还很年轻且波动较大，而且本土的大多数普通合伙人的从业记录少于7年，这很难比较普通合伙人。在管理人极高的流动率下，也很难判断一个基金策略是否有效且具有持续性。在一个管理人频繁流动、又缺乏统一标准的环境下，有限合伙人必须在所需的基金配置和理性投资之间进行小心的平衡。当普通合伙人同时运作人民币基金和美元基金时，有限合伙人还得小心两者的潜在利益冲突。

2. 普通合伙人对目标公司的尽职调查

对中国国内公司的尽职调查经常会很复杂，因为只有有限的高质量交易机会，很多投资者都想参与这些机会，这样造成了激烈的竞争。出于完成这些交易的压力，一些普通合伙人（特别是

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

国内基金）有时没有进行充分的尽职调查就做出投资决策。虽然目标公司可能有出色的销售增长和诱人的利润率，但了解这些增长和利润率背后的原因十分必要，因为一些公司会通过不合理的会计手段或违反环境法规来控制成本。这些行为造成了潜在且巨大的诉讼风险、声誉损害和最终的低收益。要想降低这些风险，私募股权投资者必须深入调查目标公司的记录，通过和公司的供应商、消费者和竞争者的谈话来进行更为大量的尽职调查。

很多中国公司的财务没有准确的记录和保存。一个公司同时有外账、内账两套报表的现象很普遍。投资者需要把这两套报表都拿到，通过专业的会计团队对真实财务状况进行彻底调查。只有一部分大公司有很好的内部控制和公司治理。很多业务交易和资产收购并没有很好地签署合同，所以一家公司声称其所有的资产没有法定权利的现象并不少见。一些商业合同涉及关联方或家庭成员，这会严重影响成本和收入，而且经常很难发现。

在中国文化下，人们不愿披露特定信息，这给尽职调查达到国际投资者要求的标准带来了难度。在尽职调查开始前建立信任关系对尽职调查的成功至关重要，因为这会带来目标公司更合作的态度和更开放的信息披露。

21.6 估值和收益

中国私募股权投资业的一个主要议题是高进入估值，这很大程度上是由国内股票市场的高估值拉动的。对投资者的挑战就是要坚持原则而不能追求不合理的高估值交易。但在当前环境下也很难，因为高质量资产数量有限而买家却越来越多。

欧洲工商管理学院（INSEAD）对2000～2010年166起全部退出或大部分退出的研究发现，包含未变现价值部分的美元加权收益是投资资本的4.9倍，扣除未变现价值部分的收益是3.1倍。研究中的退出包括注销、回购、首次公开发行和并购出售。首次公开发行占全部退出的51%，而且带来的收益最高。中国私募股权投资基金的有限合伙人获得的收益是亚太地区最高的。[⊖]

然而，并非所有投资都有如此高的收益。例如，2008年，凯雷投资5500万美元获得中国森林11%的股份，这家公司宣传自己是中国最大的私营森林种植公司。中国森林随后在香港股票市场首次公开发行并募集了2.16亿美元。然而，在其首次公开发行之后仅一年，一份国内调查披露其管理团队向审计师提供虚假的银行声明和不一致的保险政策文件，而且伪造了10万立方米的采伐许可证。这份调查导致了该公司股票在香港交易所的停牌。2010年，该公司显著调低所拥有林地的价值后，公布了27.1亿元人民币（大约4.17亿美元）的亏损。这一案例显示了会计欺诈和糟糕的公司治理给中国市场的私募股权投资者带来的风险。

21.7 退出

1. 首次公开发行

首次公开发行是中国私募股权投资最主要的退出策略。上海、深圳、香港都有交易所，且香

⊖ 参见 Private Equity Exits in China and India, a study by INSEAD and LGT Capital.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

港是亚洲的金融中心，这使得中国拥有全球最大的首次公开发行市场。充满活力的市场使得私募股权投资机构能够以比海外市场更高的交易倍数来退出投资。在523宗以首次公开发行退出的私募股权投资案例中，217家在上海和深圳，173家在香港，另外的133家公司在国际市场（主要是纽约证券交易所、纳斯达克和新加坡）上完成首次公开发行。

2. 战略性并购出售

尽管首次公开发行渠道在中国和海外市场提供了退出的结构框架，并购退出这一核心部分却依然缺失。中国的监管和法律体系还没有为私人并购协议提供良好的环境。外国战略投资者和外国私募股权投资者在收购方面的政治和监管限制，使得并购退出在很多情况下非常困难且前景不明。例如，在当前的法律框架下，战略投资者想要获得一家中国大公司的控制权非常困难，这是由于复杂的政府审批程序，包括要与众多不同的监管机构打交道。

3. 股份出售

在中国或其他国家的股票交易所二级出售是私募股权投资者第三种主要的退出策略。然而这一退出策略比首次公开发行和并购退出策略获得的收入要少，如图21-11所示。

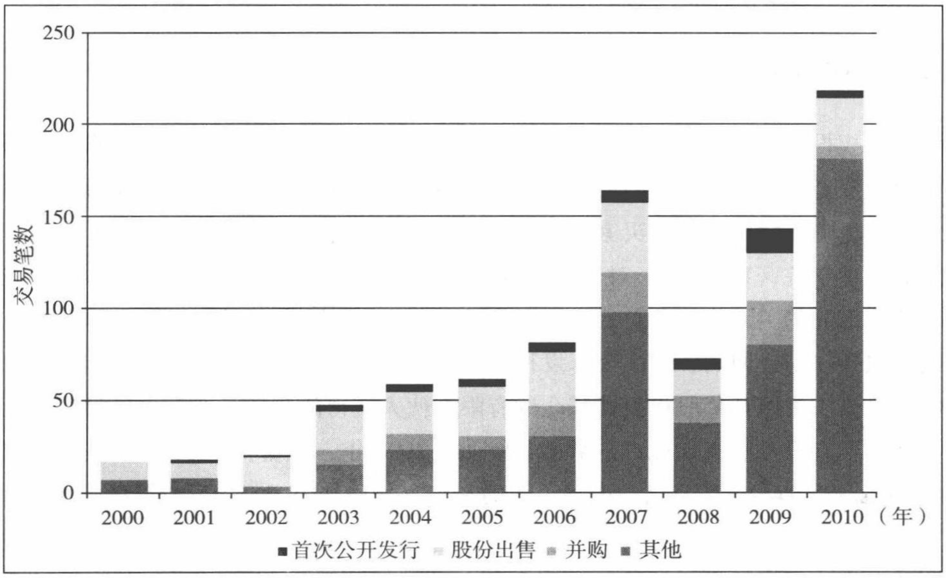


图21-11 2000~2010年中国的私募股权投资退出

资料来源：Private Equity Exits in China and India, a study by INSEAD and LGT Capital Partners.

21.8 中国私募股权投资案例[⊖]

1. 并购退出

2007年，弘毅投资对巨石集团投资7 469万美元，获得18.5%的股份。巨石集团是中国一家玻璃纤维及相关产品的制造和销售企业。2007~2010年，巨石集团利用弘毅投资的资金进行国际

⊖ 参见Private Equity Exits in China and India, a study by INSEAD and LGT Capital.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

化经营，在印度、新加坡、意大利、西班牙、法国、中国香港和南非设立分支机构。2010 年，在上海上市的中国玻纤与巨石集团达成协议，收购其 49% 的股份。这一交易的总对价为 29.4 亿元人民币，这使得弘毅投资获得 1.64 亿美元的账面投资收益。

2. 香港首次公开发行退出

2005 年，摩根士丹利和鼎晖投资了百丽，一家垂直整合的女鞋零售公司。百丽利用投资资金扩展其对销售渠道的控制，在 2007 年首次公开发行时扩展到超过 4 000 家网点。这家公司通过首次公开发行募集了 11 亿美元，成为中国内地在香港上市的最大消费品公司。该公司股价已经翻了一倍，给私募股权投资者带来了超过 10 倍的收益。

3. 注销

2006 年年底，高盛、摩根士丹利和英联资本投资 7 300 万美元（分别投资 1 800 万美元、1 500 万美元和 4 000 万美元），获得太子奶公司 31% 股份。太子奶是一家牛奶类健康饮品公司。英联和摩根士丹利之前曾成功投资蒙牛乳业，并于 2005 年退出。太子奶利用投资资金进行生产设备和配送方面的扩展。该公司及其投资者计划在香港或纽约证券交易所上市。然而，太子奶公司扩张太快，并受到当时影响中国整个奶制品行业销售的“毒奶粉”事件严重冲击。2010 年 4 月，太子奶进入清算程序（并随后破产），股份一文不值且留下二三十亿元人民币的债务。其创始人后来也因非法的公司运营而被捕。

4. 私募股权投资上市公司

2005 年，泛大西洋集团、新桥资本和 TPG 投资 3500 万美元，通过优先股交易获得联想 10.2% 的可转换股权。联想是中国一家生产电脑及相关设备的上市公司。这次投资帮助该公司融资来收购 IBM 的 PC 业务，同时优化了联想的资产负债表。在一波股价的大幅上涨之后，投资者于 2007 年 11 月在香港交易所出售了第一批股份，获得 3.6 亿美元。2010 年 2 月，通过交易所继续进行出售，又获得了约 9 600 万美元。最终，投资者于 2010 年 11 月以 2 亿美元的价格出售了剩余股份，完成退出。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

第三篇

PART3

案例研究

2008 年的投资银行业（上）：贝尔斯登的兴衰

2008 年的投资银行业（下）：美丽新世界

自由港麦克莫伦铜金矿公司：并购融资

吉列最好的交易：宝洁收购吉列

两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿

凯马特、西尔斯和 ESL：从对冲基金到世界顶尖零售商之路

麦当劳、温迪和对冲基金：汉堡对冲？对冲基金股东积极主义行动及对公司治理的影响

保时捷、大众汽车和 CSX：汽车、火车与衍生品

玩具反斗城杠杆收购

博龙和美国汽车工业

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

2008 年的投资银行业（上）：贝尔斯登的兴衰

> 假设：人们认为银行可能资金紧张。接着：人们开始取回他们的钱。结果：银行很快真的资金紧张。结论：你可以使银行倒闭。
>
> ——史尼克（Sneakers，1992）

加里·帕尔，拉扎德公司的副董事长、凯洛格商学院 1980 级学生，简直不能相信自己的耳朵。

“你们不能这样，”他对摩根大通的投资银行业务负责人道格·布朗斯坦为收购贝尔斯登给出的极低出价回应道，贝尔斯登是帕尔的客户，一个具有传奇色彩的投资银行。在创造每股 172.61 美元的最高价位后的不到 18 个月，贝尔斯登除了接受摩根大通每股 2 美元的羞辱性出价这一美国联邦储备委员会批准的救助方案之外，几乎别无选择。“我会给你一个答复。”[1]

挂了电话，帕尔靠在椅背上，疲惫不堪叹了口气。自从次贷危机导致其下属的两个对冲基金崩盘后，谣言就一直弥漫在贝尔斯登的周围。但是随着时间的推移，斗志旺盛的贝尔斯登似乎经受住了风暴。帕尔为找到资本注入所做的努力导致了长时间的讨论和马拉松式的尽职调查，但发现贝尔斯登拥有大规模的住房抵押贷款类资产，而此时华尔街上的每一家银行都在降低该类资产的头寸并大规模减记该类资产，潜在投资者纷纷打了退堂鼓。在过去一周里，当研究员们公开质疑贝尔斯登持续经营的能力并指出其客户大量流失时，谣言达到了顶峰。这是周日的下午，漫长的周末已经过去了，将要迎来的注定还会是一个漫长的夜晚，因为在周一开市之前，由美联储支持的对贝尔斯登的收购需要进行繁重的谈判。到了第二天上午，这家有着 85 年历史，历经大萧条、存贷机构危机、互联网泡沫破裂而幸存下来的投资银行，将不再作为一家独立机构而存在。在给贝尔斯登的首席执行官艾伦·施瓦茨和其他董事会成员打电话前，帕尔停留了片刻，给自己一些反思的时间。

这一切都是怎么发生的？

贝尔斯登

贝尔斯登，由约瑟夫·贝尔、罗伯特·斯登、哈罗德·迈耶于 1923 年共同出资 50 万美元成立。第一个十年仅仅是为了生存的十年，贝尔斯登需要显示其在商场上快速成名的坚韧和敏捷。尽管起初贝尔斯登被认为是权益交易机构，能够利用 20 世纪 20 年代的大牛市获得发展，但实际

[1] Kate Kelly, “Bear Stearns Neared Collapse Twice in Frenzied Last Days,” *Wall Street Journal*, May 29, 2008, http: //online. wsj. com/article/SB121202057232127889. html (accessed July 17, 2008).

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

上贝尔斯登却依靠政府债券的交易度过了大萧条，成功地做到了不仅没有裁员，还继续为员工发放奖金。尽管美国和全球经济低迷，贝尔斯登的员工却由最早的7人增加到1933年的75人，并开始通过收购总部设在芝加哥的斯坦因·布伦南公司进行扩张。㊀

贝尔斯登迅速发展成为纽约投资银行上流阶层文化中的异类。与那些为世界著名大公司服务并以权益承销和并购顾问业务赚钱的明星机构不同，贝尔斯登的文化是一种残酷的、叛逆的文化，源于债券交易这一公司核心业务。在债券交易中，市场的丝毫转变都会带来盈利方和亏损方的转变。首席执行官萨利姆·刘易斯于1938年作为贝尔斯登的机构债券交易部门负责人加入后，又进一步巩固了这种交易者文化，以近乎独立利润中心的控股公司方式来运作公司，并大力推进他的主张。刘易斯的大胆无畏、性情急躁的行为，以及严格的工作标准，奠定了贝尔斯登的基调，直到1978年，他在纽约城 Harmonie 俱乐部的退休晚会中因中风去世。㊁

与竞争对手自成小圈子形成鲜明对比的是，贝尔斯登设置多样化的标准来评估应聘者的主动性和韧性而不是根据他们的出身。正如刘易斯的继任者阿兰·埃斯·格林伯格所说的那样，“如果一个拥有 MBA 学位的人申请一份工作，我们一定不会反对，但我们真正寻找的是拥有 PSD 学位的人。” “PSD” 的意思是贫穷（Poor）、聪明（Smart）、对赚钱有强烈（Deep）愿望。㊂

“贝尔斯登是独一无二的，”穆里尔·西伯特经纪公司的创始人穆里尔·西伯特说，“它不关心你的姓氏是什么，各种人都可以在贝尔斯登赚到钱。”在竞争对手采用多样化评判标准很久之前，斗志旺盛、专注于交易的贝尔斯登就已经培养了一大批犹太人、爱尔兰和意大利的雇员，这些雇员都缺乏进入上流阶层文化浓厚的摩根士丹利或雷曼兄弟所必需的常春藤学位。

1985年上市时，贝尔斯登已经成为一家已经能够提供多种服务的全能投资银行，其部门包括投资银行、机构权益、固定收益证券、个人投资者服务和住房抵押贷款类产品。㊃贝尔斯登的投资银行部在艰难中起步，20世纪80年代后半段遭受了并购泡沫破灭的打击。贝尔斯登保持了一定的适应性，然而，它的领导者却在历史上最糟糕的交易日——1987年10月19日（黑色星期一）突发奇想。由于道琼斯指数下跌了500多点，从不打高尔夫球的格林伯格做了一个挥杆的手势向交易员宣布，他将放假休息一天。㊄

1993年格林伯格的继任者詹姆斯·凯恩担任首席执行官时，贝尔斯登已经排名拉丁美洲权益承销最前面。其研究部门也蓬勃发展，《贝尔斯登早报》成为最流行的市场分析读物。

长期资本管理公司

长期资本管理公司（LTCM）是一家对冲基金，由约翰·麦瑞威瑟于1994年成立，他是所罗

㊀ Bear Stearns Companies, Inc., “CompanyHistory,” http://www.answers.com/topic/the-bear-stearns-companies-inc?cat-biz-fin (accessed July 11, 2008).

㊁ Kris Frieswick, “Journey Without Maps,” *CFO Magazine*, March 2005, http://www.cfo.com/article.cfm/3709778/1/c_3710920 (accessed July 11, 2008).

㊂ Max Nichols, “One of Our Most Remarkable Leaders,” *Oklahoma City Journal Record*, April 12, 2001, http://findarticles.com/p/articles/mi_qn4182/is_20010412/ai_n10145162 (accessed July 11, 2008).

㊃ Bear Stearns, “Company History.”

㊄ Kate Kelly, “Fear, Rumors Touched Off Fatal Run on Bear Stearns,” *Wall Street Journal*, May 28, 2008, http://online.wsj.com/article/SB121193290927324603.html (accessed July 16, 2008).

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

门兄弟的国内固定收益套利部门的前负责人。1991 年，麦瑞威瑟已使该套利部门成为所罗门最赚钱的部门，然而也就是这一年，麦瑞威瑟分管的一名交易员在一次美国国债拍卖中不可思议地虚假竞标，尽管麦瑞威瑟很快将这一交易报告了首席执行官约翰·古德菲瑞德，但由于这一丑闻引起的强烈抗议，麦瑞威瑟被迫辞职。㊀

几年后，随着 LTCM 的成立，麦瑞威瑟重新开始了职业生涯。在全球市场从未有过的大牛市之初，麦瑞威瑟汇集了一些世界上最受人尊敬的经济学家和所罗门套利部门的离职者。董事会成员包括著名的期权定价模型布莱克－斯科尔斯公式的合作者迈伦·斯科尔斯，以及麻省理工学院斯隆管理学院教授罗伯特·默顿，他们分享了 1997 年诺贝尔经济学奖。这些被金融界普遍认为是天才的智囊团，开始通过向投资者介绍高深复杂的计算机模型来募集一只 10 亿美元的基金。他们声称，比起其他竞争者，这些模型可以更准确地根据风险为证券定价，从而“使货币成为别人都看不见的真空货币”㊁。

LTCM 的一种典型交易是关注美国长期国债之间的价格偏离。尽管提供基本上是相同的（最小）违约风险，最近发行的被称为“流通国债”的证券比那些仅仅几个月以前发行的“非流通国债”具有更大的交易量。更大的交易量意味着更高的流动性，而这又导致略高的价格。当新一批的国债发行时，“流通国债”又成为“非流通国债”，价格偏离一般会随着时间而消失。LTCM 通过卖空价格偏高的“流通国债”而买入“非流通国债”来寻求价格收敛。

到了 1998 年年初，其董事会成员的智慧力量和曾在所罗门套利部门获得巨大成功的激进交易策略已经让 LTCM 蓬勃发展起来，其 10 亿美元的初始投资者权益已增长到了 47.2 亿美元（见图 C1-1）。然而，微乎其微的套利交易赚取的利差无法满足对冲基金投资者所追求的收益。为了使投资者认为这类交易物有所值，LTCM 不得不采用极高的杠杆率来扩大收益。最终，权益部分加上超过 1 245 亿美元的债务，基金的总资产超过了 1 290 亿美元。这些债务仅仅是冰山一角，LTCM 还持有名义价值超过 1.25 万亿美元的表外衍生品头寸。

该基金的成功开始导致公司自身的问题。市场没有足够的能力消化 LTCM 庞大的规模，起初能够赚钱的交易在更大规模上变得不可行。此外，大批的套利模仿者进一步限制了 LTCM 使用的利差交易策略。持续获取收益的压力迫使 LTCM 寻找新的套利机会，基金开始进入那些理论见解与交易经验无法匹配的领域。不久之后，LTCM 在俄罗斯和其他新兴市场、标准普尔期货、收益曲线、垃圾债券、并购以及两地上市证券套利等方面，下了巨额赌注。

风格的转变和该基金超过 26 倍的杠杆率让 LTCM 处于岌岌可危的泡沫之中，使该基金陷入流动性危机的各种因素终于导致泡沫的最终破灭。与斯科尔斯“捡起天上掉下的看不见的无风险硬币”的比喻形成鲜明对比的是，金融理论家纳西姆·塔勒布把该基金激进的冒险行为比作“压路机前面捡硬币”，最终，“压路机”真的以 1998 年市场恐慌的形式到来了。那年夏天，LTCM 最大竞争对手所罗门兄弟在套利市场上的离场，给基金的头寸带来下行压力，此外，俄罗斯对政府债券的违约使得国际债券市场螺旋式下降。世界各地恐慌的投资者立即表现出对高质量债券的偏好，纷纷卖出 LTCM 交易的高风险证券并买入美国国债，这进一步抬高了美国国债的价格，

㊀ Roger Lowenstein, *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long－Term Capital Management* (New York: Random House, 2000).

㊁ Ibid.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

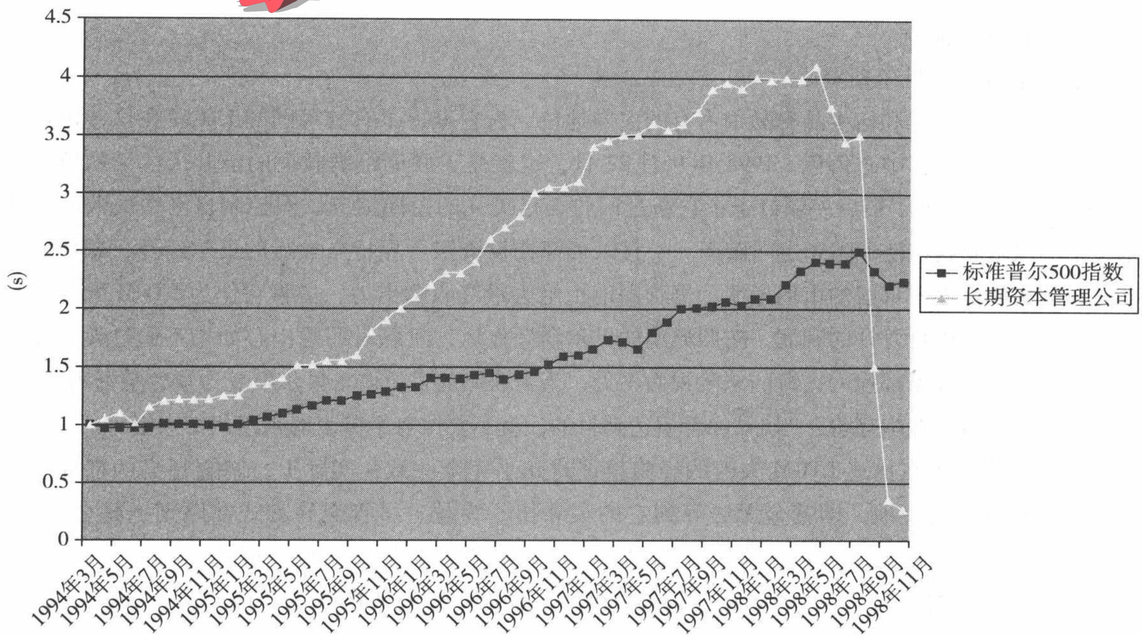


图 C1-1　对 LTCM 与标准普尔 500 指数投资 1 美元的价值

资料来源：Roger Lowenstein, When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management (New York: Random House, 2000).

LTCM 下了巨额赌注的价格收敛被阻止。

LTCM 那些出色的理论模型都没有预测到这样一个国际性的相关债券市场的崩溃，该基金开始大幅亏损，仅仅在 5 月和 6 月就损失了权益的近 20%。渐渐地，LTCM 参与交易的每一个市场都开始与它作对。无能为力的智囊团惊恐地看着基金的权益在 9 月初减少到 6 000 亿美元，债务却没有任何减少，这使得杠杆率达到不可思议的 200 倍。察觉到基金的流动性紧缩，贝尔斯登拒绝继续作为该基金的结算机构，LTCM 陷入了恐慌。如果没有能使整个交易业务运作的短期债务，该基金将无法维持，并且其长期证券将变得更缺乏流动性。[1]

LTCM 顽固地拒绝放弃仍然认为有利可图的交易，认为这些交易是受到短期市场的不合理重创，因此 LTCM 的合伙人拒绝了高盛、荷兰银行和沃伦·巴菲特的伯克希尔－哈撒韦公司提出的 2.5 亿美元的收购要约。[2]但是，LTCM 是全世界数以千计投资公司的衍生品交易对手，如果它破产，将引起国际证券市场更大范围的崩溃，因此，美联储开始介入并维持秩序。为了避免政府救助对冲基金的先例和随之而来的道德风险，美联储邀请所有华尔街的大型投资银行在纽约召开紧急会议，并且宣布了为保持市场流动性的 36.25 亿美元救助金的条款。美联储说服美国信孚银行、巴克莱、大通银行、瑞信第一波士顿、德意志银行、高盛、美林、JP 摩根、摩根士丹利、所罗门美邦和瑞银每家出资 3 亿美元，它们中有很多都是这只基金的投资者。另外，1.25 亿美元来自法国兴业银行，1 亿美元来自雷曼兄弟和法国巴黎银行。最终，市场危机过去了，每家银行变现后都略有盈利。美联储曾经试图说服的银行中只有一家银行以维护市场完整性的名义拒绝加入

[1] Ibid.

[2] Andrew Garfield et al., "Bear Stearns' $500m Call Triggered LTCM Crisis," *London Independent*, September 26, 1998, http://findarticles.com/p/articles/mi_qn4158/is_19980926/ai_n14183149 (accessed July 12, 2008).

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

该辛迪加、分担债务。

这家银行就是贝尔斯登。

贝尔斯登在债券和衍生品交易中占有的主导地位，为它赢得了有利可图的 LTCM 在这些市场上几乎全部交易的结算中心角色。1998 年 9 月 22 日，也就是美联储组织救助的前几天，贝尔斯登在 LTCM 的棺材上钉上了最后一颗钉子：它通过回收 5 亿美元的短期债务试图控制自己在失败的对冲基金中的风险暴露，使 LTCM 走向破产。一直以来都在投资银行界特立独行的贝尔斯登，即使面临着潜在的犹如世界末日般的市场崩溃，仍顽固地拒绝为最终收购出力，尽管它作为 LTCM 的大宗经纪商已经赚取数以百万计的利润。按照典型的贝尔斯登作风，凯恩对那些担心如果不通过救市以保持市场信心会把大家都拖入火海的怒吼视而不见，当美联储的官员请求贝尔斯登为紧急融资出力时，凯恩深深地吸着雪茄咆哮着："如果你希望达到目的，就不要按着字母表的顺序找每家银行。"㊀

市场分析人士在描述 LTCM 失败的经验教训时几乎完全一致；实际上，基金超高的杠杆率使它处于一种危险的境地，即基金无法等到它的头寸扭亏为盈。尽管交易方式在原则上是合理的，但 LTCM 预测的价格收敛直到它的权益被彻底耗尽后的很长时间才实现。市场分析人士解释道，一个杠杆率较低的公司，在 1998 年的金融危机前的利润可能比 LTCM 的年收益率低 40%，但是一旦市场反转，却可能经受住风暴。用经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯的话说，市场持续保持不理性的时间长于 LTCM 偿还债务的时间。这次危机进一步证明了流动性的重要性，还证明了较少受监管的衍生品的重要性。一旦 LTCM 履行其义务的能力受到质疑，它的灭亡就成为必然，因为它可能再也找不到交易对手，也找不到可以维持经营的债务融资渠道。

尽管坚持在实际收购过程中使用民间资金，美联储以稳定市场的名义救助一个过于激进的投资基金时所扮演角色始终是一个争议。虽然这一点在当时尚未预见到，但不到十年后，这个问题将重新受到审视，而且它会困扰贝尔斯登。

因为被指控曾经容忍一位客户的欺诈行为并清算了交易，贝尔斯登与美国证券交易委员会达成了 3 850 万美元和解协议，以及随后 LTCM 的倒闭，但贝尔斯登在凯恩的领导下仍然继续发展，股票价格在 1993～2008 年他控制的这段时间里惊人地增长了 600%。然而，2007 年夏天一系列负面事件的频发，将把贝尔斯登拖入流动性紧缩，这与击垮 LTCM 的流动性问题出奇地相似。

信贷危机

20 世纪 90 年代后期开始，人们对美国房地产价值的一致肯定助长了 10 年的房地产繁荣。在此期间，住房抵押贷款业务发生了革命性的变革，从传统的由当地银行直接对购房者贷款发展为一个全球性的行业，由银行发放住房抵押贷款，然后将贷款出售给不同的投资者。对于能带来承销费的新产品的渴求，投资银行开始将住房抵押贷款"证券化"，根据住房抵押贷款的地理位置、估计的违约风险、证券的购买者能否收到利息以及本金为依据进行区分，把住房抵押贷款分割成各种证券，然后，投资银行根据不同投资者群体对风险、利率以及其他各种

㊀ Ibid.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

因素的偏好将这些证券卖给他们。这些担保债务凭证的发行量，在 2006 年就增长到 4 216 亿美元的高峰。仅在美国，2007 年上半年，担保债务凭证的发行量就达到了 2 669 亿美元（见图 C1-2）。[一]在此过程中，抵押贷款行业结构已经发生了改变（见图 C1-3）。[二]

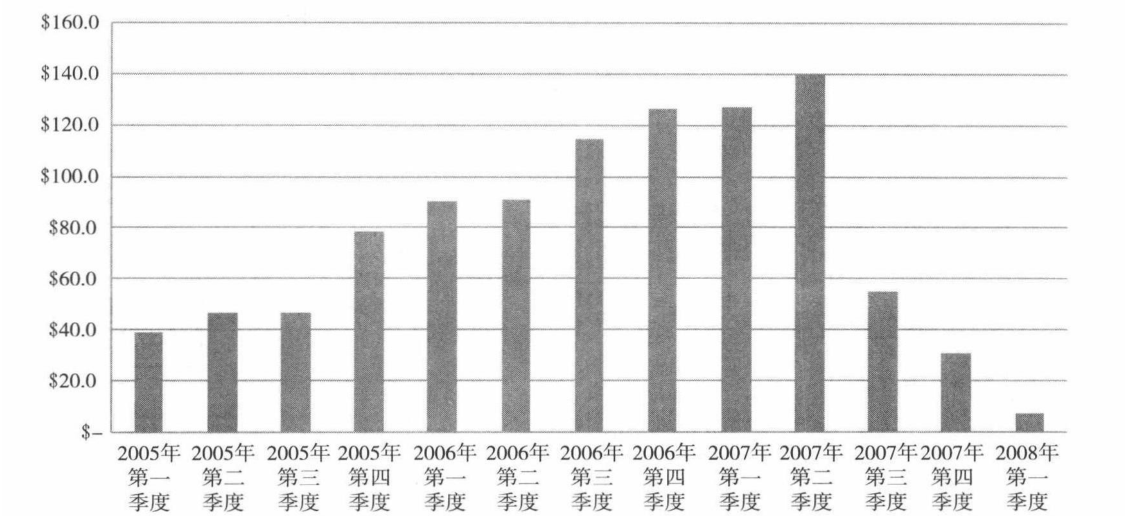


图 C1-2　美国每季度担保债务凭证的发行量（单位：10 亿美元）

资料来源：Securities Industry and Financial Markets Association, "Global CDO Market Issuance Data," http://www.sifma.org/research/pdf/SIFMA_ CDOIssuanceData2008.pdf (accessed July 11, 2008).

此前，小规模的、主要是地区性的银行通过零售客户的存款进行住房抵押贷款，这限制了每家银行能放贷的数额。最重要的是，银行必须依赖自己的尽职调查确保住房抵押贷款条款依然合理，也就是购房者有足够的收入和良好的信贷记录保证偿还贷款，或者房产评估能支持贷款的数额。2000 年年初，投资者对担保债务凭证激增的胃口使得贷款人发放住房抵押贷款并立即通过投资银行将其证券化，由投资银行在住房抵押贷款债券市场上出售这些各种档级的证券。人们可以很容易地认识到对贷款人激励措施翻天覆地的变化，没有以银行资产负债表为基础的贷款，提高利润的最佳途径是创造更多、而不是更安全的住房抵押贷款，再将它们迅速交付投资银行，由投资银行通过担保债务凭证再发行。由此，发行量激增。

然而，突如其来的回报丰厚的担保债务凭证市场具有以潜在购房者为基础的内在局限性。此外，利息保持了 10 年稳定的历史低位，投资者尤其是在 2004 ~2005 年进入担保债务凭证市场的对冲基金投资者，[三]开始通过承担额外的风险来寻求更高的收益。投资者寻求更高的收益和贷款人试图扩大其市场的双重压力，导致了对低信用等级购房者高风险贷款，即“次级”住房抵押贷款的激增（见图 C1-4）。

[一] Securities Industry and Financial Markets Association, "Global CDO Market Issuance Data," http://www.sifma.org/research/pdf/SIFMA_ CDOIssuanceData2008.pdf (accessed July 11, 2008).

[二] IMF Global Financial Stability Report, "Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies," 2007.

[三] Peter Cockhill and James Bagnall, "Hedge Fund Managers Expand Into CDOs and Private Equity," *Hedgeweek*, October 1, 2005, http://www.hedgeweek.com/articles/detail.jsp? content_ id =12879 (accessed July 12, 2008).

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

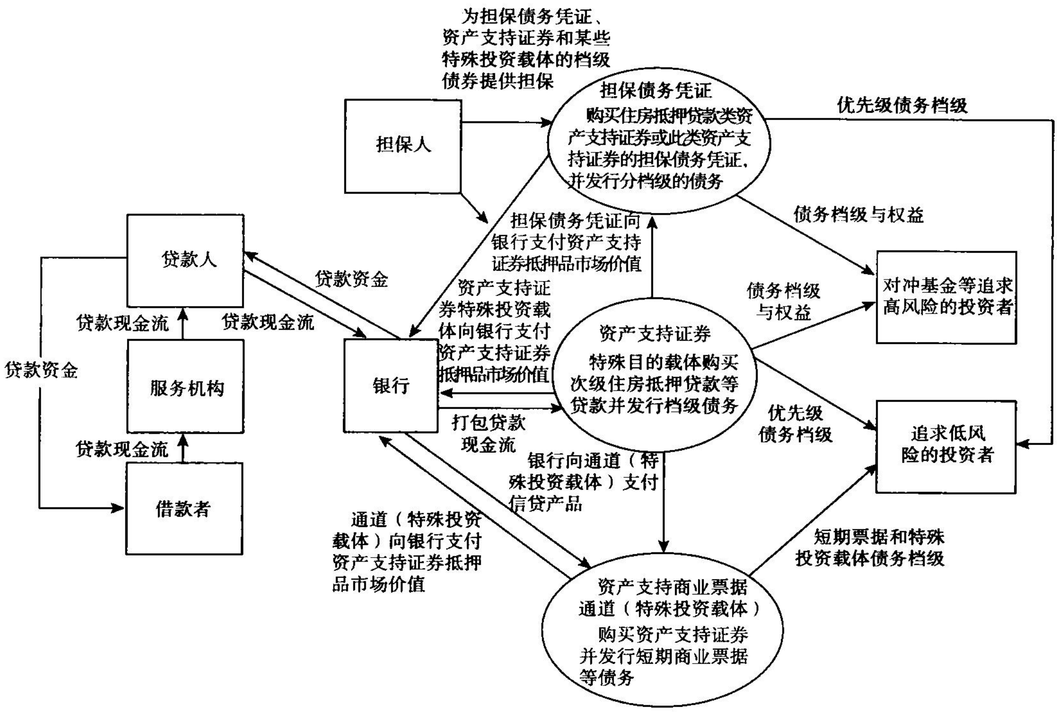


图 C1-3 住房抵押贷款市场的资金流动和风险暴露

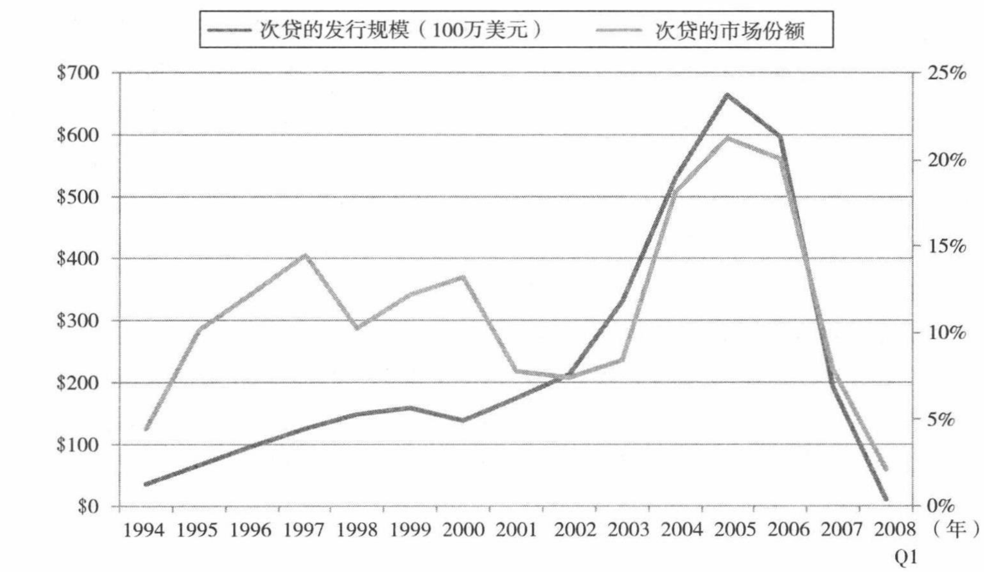


图 C1-4 次贷的发行规模与市场份额（单位：10 亿美元）

资料来源：Ellen Schloemer et al.，"Losing Ground：Foreclosures in the Subprime Market and Their Cost to Homeowners，" Center for Responsible Learning，December 2006，http：//www. responsiblelending. org/pdfs/foreclosure-paper-report-2-17. pdf（accessed July 19，2008）.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

按官方说法，次级住房抵押贷款是指不符合联邦住房抵押贷款公司（Freddie Mac，房地美）或美国房地产金融机构联邦全国房贷协会（Fannie Mae，房利美）更严格准则的贷款，面向高风险的低收入且信用记录有污点的购房者。因此，次级住房抵押贷款通常执行更高的利率，这增加了投资者的收益，但也增加了房主违约的可能性。一个常见的次贷结构是“2/28”可变利率住房抵押贷款（ARM），它的利率是浮动的，特点是前2年利率很低，剩下的28年，利率会被显著调高，通常比伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）高500个基点甚至更多。房地产价值上升和信贷市场有效的很长历史潮流使很多人相信，可以在可变利率住房抵押贷款调整到一个较高利率前进行住房抵押贷款再融资，这使他们没有很多的现金支出就可以实现显著的收益。

2006年夏天，美国住房价格的突然回落改变了这一切（见图C1-5）。随着住房市场在亚利桑那州、加利福尼亚、佛罗里达和美国东北部走廊的崩溃，不少房主发现自己持有负资产，即房产的价值低于他们未偿还的住房抵押贷款（见图C1-6）。抵押物赎回权的丧失开始凸显，警觉的贷款人突然停止发放几乎一切贷款。

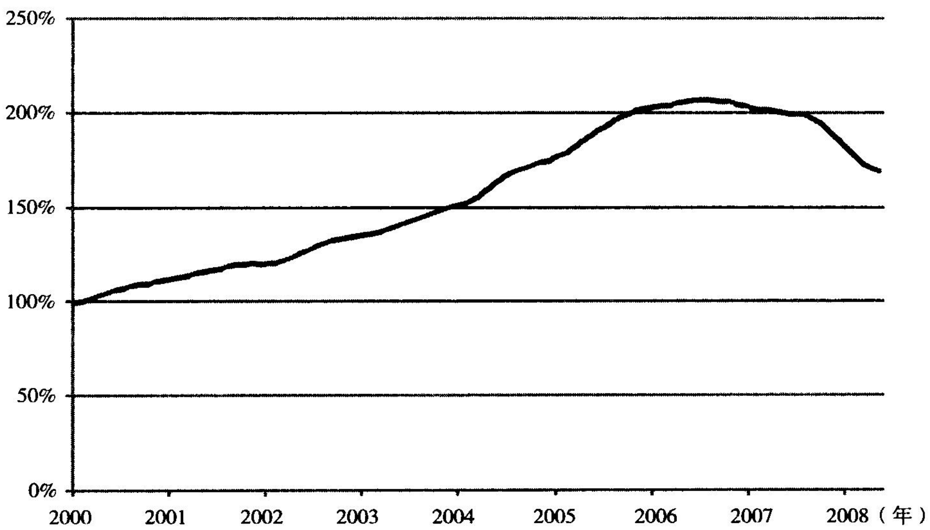


图 C1-5　2000年以来标准普尔凯斯－席勒住房价格指数（SPSC20R）走势

资料来源：Schloemer et al.，“Losing Ground：Foreclosures in the Subprime Market and Their Cost to Homeowners.”

贝尔斯登资产管理公司

20世纪90年代，和其竞争者一样，贝尔斯登看到了对冲基金行业的发展前景，开始在贝尔斯登资产管理公司（BSAM）的名下管理外部投资者的资本。与其竞争者不同的是，贝尔斯登完全从内部聘用基金经理，每一名基金经理专职于不同的证券或者资产门类。贝尔斯登一些高管对此持反对意见，比如联合主席艾伦·施瓦茨认为，这种做法集中了风险，增加了不稳定性。但是这些反对声音面对内部如拉尔夫·乔菲的高级结构信用策略基金的高收益也就慢慢沉寂了。

乔菲的基金投资于住房抵押贷款类证券支持的复杂信用衍生品。当2006年房地产泡沫破裂

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

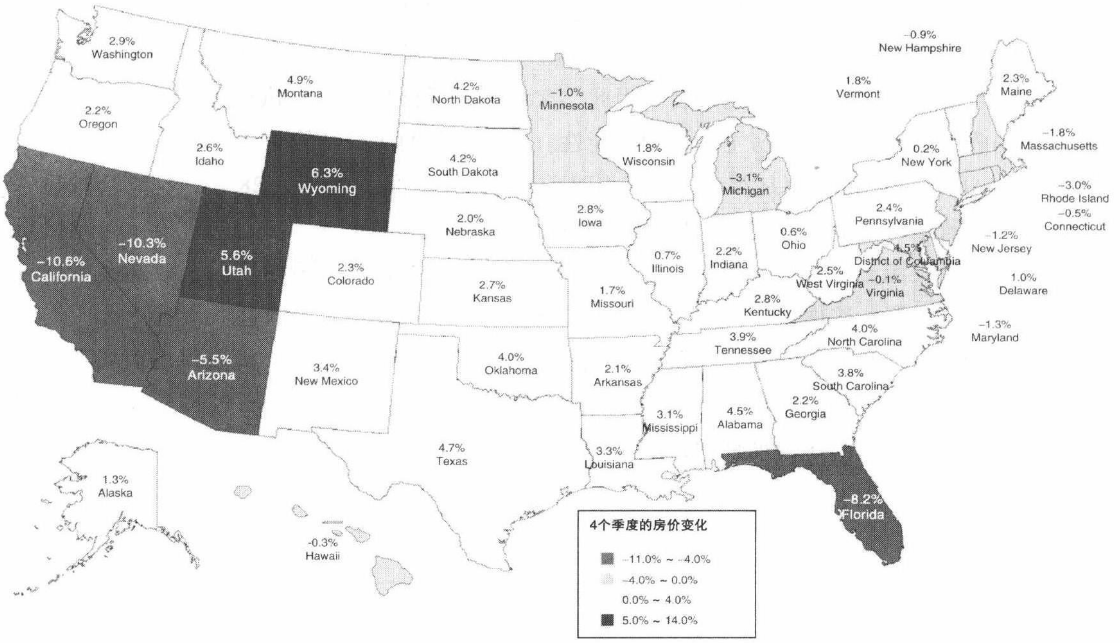


图 C1-6　美国各州 4 个季度的房价变化（2007 年第二季度至 2008 年第一季度）

资料来源：Office of Federal Housing Enterprise Oversight, "Decline in House Prices Accelerates in First Quarter," May 22, 2008, http://www.ofheo.gov/media/hpi/1q08hpi.pdf (accessed July 19, 2008).

时，乔菲的交易不再获利，但像许多其他贝尔斯登交易者一样，他加倍下注，用 100 倍杠杆（原始基金只有 35 倍杠杆）㊀，成立了全新增强杠杆高级结构信用策略基金。但是，市场还是在攻击他的基金。很快，基金就困于价值数十亿美元的低流动性、无利可图的住房抵押贷款。乔菲试图挽救现状和止损，成立了一个名叫 Everquest Financial 的载体。并出售其股份给公众。但是，当记者在《华尔街日报》称 Everquest 的资产是"有毒的废物"，是亏损的住房抵押贷款时，贝尔斯登别无选择，只好取消公开发行。此后，受不了每天大量的亏损，投资者开始试图撤回剩余的资本。为了获得现金用于股份赎回，基金不得不变卖资产，把已经很低的价格继续压低。基金的贷款方开始催缴保证金并威胁要没收 12 亿美元的抵押品，这导致了一个紧急会议。会上，贝尔斯登交易员和联席总裁沃伦·斯佩克特声称作为贷款方的摩根大通和美林不懂这个基金的运作，并称乔菲会扭转局面的。

如果市场没有如此动荡，这次会议可能奏效，但是次贷危机已经上了好几个星期的世界各地财经报纸头版，每家华尔街银行都不顾一切地想要减少自身的风险暴露。由于对贝尔斯登拒绝注入任何的自有资本来拯救基金感到受辱和气愤，摩根大通投资银行主席斯迪夫·布莱克打电话给施瓦茨说："我们要和你们取消合约。"㊁

美林随后取消合约并没收 4 亿美元担保品严重损害了贝尔斯登在华尔街的声誉。在美国证券交易委员会检查时，为了拯救贝尔斯登的面子，凯恩做了最后的努力，破天荒地用 16 亿美元的

㊀ Bryan Burrough, "Bringing Down Bear Stearns," *Vanity Fair*, August 2008, http://www.vanityfair.com/politics/features/2008/08/bear_stearns200808 (accessed July 13, 2008).

㊁ Ibid.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

自有资金来支撑对冲基金。这个行为随后显现出更深层的问题。《华尔街日报》头版上发表的文章声称凯恩在这个丑闻中失踪了，他在纳什维尔休假，参加为期 10 天的高尔夫球和桥牌比赛，期间也没带电话和收发邮件的装置。此外，该文亦称凯恩正在吸食大麻，但是他否认了 2004 年的该事件，却拒绝公开发布声明以前是否吸食。

2007 年 7 月末，即使贝尔斯登继续支持也没能支撑住乔菲的两个被围攻的基金，并且这两只基金利用其母公司提供的信用也仅仅偿还了 3 亿美元。这两只基金几乎毫无价值，只能申请破产保护。破产的第二天，凯恩从纳什维尔回来，并试图平息股东的恐惧，称贝尔斯登只不过没有坚实的金融背景。斯佩克特也熬不过这个周末。为再一次表明事情尚在控制之中，凯恩迫使斯佩克特离职。具有讽刺意味的是，斯佩克特的离职可能弊大于利。在 8 月 3 日电话会议的开始，凯恩保证公司拥有 114 亿美元现金并将认真对待目前的情况，之后凯恩把电话转到首席财务官塞缪尔·莫利纳罗，然后走了出去，跟一个律师谈关于斯佩克特的辞职问题。当话题转到问答环节时，凯恩对一名股票研究员的问题没有作答。随后凯恩就回到房间，但没有告知参加电话会议的人，这又留下了凯恩漠不关心、总是缺席的首席执行官形象。[⊖]

风暴前的平静

11 月 14 日，在《华尔街日报》故事版质疑凯恩的责任心和领导力仅仅两周后，贝尔斯登被报道将会减记 12 亿美元与住房抵押贷款相关的损失（这个数字随后可能增长至 19 亿美元）。首席财务官莫利纳罗认为最坏的情况已经过去，在外人眼中，该公司看起来至少已经勉强逃脱灾难。

然而在幕后，贝尔斯登管理层已经开始寻找“白衣骑士”，聘请拉扎德的加里·帕尔评估现金注入的选择。私下里，施瓦茨和帕尔告诉了 KKR 的创始人亨利·克拉维斯，而亨利·克拉维斯在 20 世纪 60 年代作为贝尔斯登的合作伙伴第一个探究了杠杆收购市场。克拉维斯想在价格低迷时寻找进入盈利丰厚的经纪业务的入口，同时贝尔斯登也需要找到一笔超过 20 亿美元的权益资本注入（据报道是公司 20% 的权益），就像克拉维斯受人尊敬的个性一样，注资将给股东一针强大的镇静剂。最后这笔交易土崩瓦解，主要是管理层担心 KKR 的高比例的股权和克拉维斯加入董事会会削弱公司其他私募股权投资客户，这些客户经常为交易与 KKR 竞争。贝尔斯登整个秋天不断地寻找潜在收购者，在最终方案确定之前，私募股权投资机构弗劳尔斯、摩根大通和伯克希尔－哈撒韦公司首席执行官沃伦·巴菲特都在踢皮球。市场目不转睛地看着贝尔斯登能否把融资转移到海外，凯恩正设法与一家中国国有投资公司——中信集团完成一笔仅为 10 亿美元的交叉投资。

同时，关于如何处置贝尔斯登持有的住房抵押贷款类资产，公司内部不同的派别互相对立，爆发了一场斗争。尽管持续的价格下跌，贝尔斯登持有的住房抵押贷款类资产仍然价值 560 亿美元。由于交易员坚持认为要消减任何住房抵押贷款的剩余头寸，住房抵押贷款首席交

⊖ Kate Kelly, “Bear CEO’s Handling of Crisis Raises Issues,” *Wall Street Journal*, November 1, 2007, http://online.wsj.com/public/article_print/SB119387369474078336.html (accessed July 14, 2008).

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

易员汤姆·玛拉诺提出一个"混沌交易"，本质上是大量做空资贷指数 ABX。同时也做空商业住房抵押贷款指数和存在住房抵押贷款风险暴露的其他金融股票，比如富国银行和 Countrywide Financial。

2007 年 9 月下旬，在把贝尔斯登 10% 的股权卖给安联保险集团的太平洋投资管理公司的谈判刚刚失败之后，贝尔斯登的高层管理人员和风险管理部门开始审查这些交易。由于凯恩正在传染病的康复过程中，所有的目光都投向了在整个危机中日趋活跃的格林伯格。由于不满意于贝尔斯登剩余的住房抵押贷款类资产规模和混沌交易潜在的波动性，这位资深的交易员坚持认为公司应该降低风险暴露。"我们必须削减！"他大声呐喊，对公司历史激进行为导致的大量无利可图的头寸表态。

不顾对冲已经收益约 5 亿美元的事实，施瓦茨听从了格林伯格的建议，要求去做抵消贝尔斯登组合中特定资产的交易，而不是适用范围更广的、以市场为基础的混沌交易。

秋去冬来，银行家们为大幅减少的奖金争论不休，贝尔斯登的高层也为要求解聘凯恩而争吵，士气降落到令人泄气的低点。贝尔斯登的高层要求施瓦茨驱逐凯恩，否则他们将大批离职。2007 年 12 月 20 日，事情变得更加糟糕，贝尔斯登被曝 85 年前成立以来第 1 个季度亏损。第二天贝尔斯登收到一封来自大型投资管理公司——太平洋投资管理公司债券经理人的电子邮件，表示其对在融资部门的风险暴露不满和想要解除与贝尔斯登价值几十亿美元的交易。贝尔斯登委员会和太平洋投资管理公司董事总经理威廉·鲍威尔之间的紧急电话会议确定，这只基金至少在与贝尔斯登的高管碰面之前不采取任何激烈的举动，但是鲍威尔的训诫响亮而清晰："你们需要提高权益比例。"㊀

施瓦茨试图阻止骨干雇员逃离的浪潮，他们要逃离这艘正在下沉的船。施瓦茨于 2008 年 1 月 8 日向董事会提出辞退凯恩，经董事会协商后，施瓦茨获得了批准。凯恩保留董事长的职位，施瓦茨进而成为新的首席执行官。施瓦茨立即把目光投向第一季度的数字，不顾一切地保证贝尔斯登能够实现第一季度盈利，希望平息贝尔斯登的股东、雇员、债权人和市场上的交易对手日益增长的不安情绪。

银行逃跑

贝尔斯登在 2008 年的第 1 季度 0.89 美元的每股收益没有缓和财政不稳定所带来的增长低潮（见表 C1-1）。似乎每一天，都会有一个主要的投资银行公布与住房抵押贷款相关的损失，不论出于何种原因，贝尔斯登的名字一直在当时臭名昭著的次贷危机讨论中不断出现。由于贝尔斯登的公共关系问题恶化，美国证券交易委员会发起了一项针对两只崩溃的对冲基金的调查，以及三只对冲基金的重大损失对已经非常不安的市场所带来震动的传言的调查。尽管如此，贝尔斯登的主管们认为风暴已经过去，原因是其将近 210 亿美元的现金储备已向市场证明了其长期生存能力（见表 C1-2）。

㊀ Kate Kelly, "Lost Opportunities Haunt Final Days of Bear Stearns," *Wall Street Journal*, May 27, 2008, http://online.wsj.com/article/SB121184521826521301.html (accessed July 16, 2008).

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 C1-1　简明的合并利润表　（除股票股数和每股收益外，单位为 100 万美元）

	2008 年 2 月 29 日	2007 年 2 月 28 日
收入		
佣金	330	281
直接交易	515	1 342
投资银行业务	230	350
利息和股息	2 198	2 657
资产管理及其他收入	154	168
总收入	3 427	4 798
利息支出	1 948	2 316
扣除利息支出后的收入	1 479	2 482
非利息支出		
雇员报酬及福利	754	1 204
统纪商、交易所和清算费用	79	56
通讯和技术	154	128
（房屋、土地等）占有	73	57
广告和市场拓展	40	37
顾问费	100	72
其他支出	126	93
非利息支出总计	1 326	1 647
减值准备前的应税所得	153	835
应税所得的减值准备	38	281
净收入	115	554
优先股股息	5	6
适用于普通股的收入净额	110	548
每股基本收益	0.89 美元	4.23 美元
稀释每股收入	0.86 美元	3.82 美元
加权平均流通在外普通股		
基本	129 128 281	133 094 747
摊薄	138 539 248	149 722 654
宣布的普通股每股现金股息	0.32 美元	0.32 美元

表 C1-2　简明的合并资产负债表（除股票股数和每股收益外，单位：100 万美元）

	2008 年 2 月 29 日	2007 年 2 月 28 日
资产		
货币资金	20 786	21 406
存放在结算机构或根据联邦法规隔离的现金及证券	14 910	12 890
抵押品证券	15 371	15 599
抵押协议		
根据转售协议购买的证券	26 888	27 878
借入证券	87 143	82 245
应收账款		
客户	41 990	41 115
经纪人、交易商及其他	10 854	11 622
利息及股息	488	785

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

	2008 年 2 月 29 日	2007 年 2 月 28 日
可支配的金融工具（公允价值）	118 201	122 518
可支配且作为抵押品的金融工具（公允价值）	22 903	15 724
金融工具总计（公允价值）	141 104	138 242
可变利息载体及特殊目的载体住房抵押贷款资产	29 991	33 553
固定资产净值	608	605
其他资产	8 862	9 422
资产总计	398 995	395 362
负债及股东权益		
无担保短期借款	8 538	11 643
抵押证券应付利息	15 371	15 599
抵押融资		
根据回购协议卖出的证券	98 272	102 373
贷出证券贷款	4 874	3 935
其他担保借款	7 778	12 361
应付账款		
客户	91 632	83 204
经纪人、交易商及其他	5 642	4 101
利息及股息	853	1 301
已出售但尚未购入的金融工具（公允价值）	51 544	43 807
利息可变载体及特殊目的载体住房抵押贷款负债	26 739	30 605
应计雇员的薪酬和福利	360	1 651
其他负债及预提费用	3 743	4 451
长期借款（包括 2008 年 2 月 29 日的 9 018 美元和 2007 年 11 月 30 日的 8 500 美元）	71 753	68 538
负债总计	387 099	383 569
股东权益		
优先股	352	352
普通股	185	185
实收资本	5 619	4 986
未分配利润	9 419	9 441
员工股票补偿计划	2 164	2 478
累计其他综合损益	25	-8
持有 RSU trust 的股份	-2 955	—
库存股票（成本）	-2 913	-5 641
股东权益合计	11 896	11 793
负债和股东权益合计	398 995	395 362

然而，2008 年 3 月 10 日（星期一），贝尔斯登发行的涉及 15 个交易的 163 个档级的住房抵押贷款类支持债券被穆迪降低。[㊀]研究员强烈批评了该信用评级机构在次贷危机中的角色，它高估了住房抵押贷款支持证券的信用度，未能警觉到危险已随着住房市场的转变而到来。结

㊀ Sue Chang, "Moody's Downgrades Bear Stearns Alt-A Deals," *Market Watch*, March 10, 2008, http://www.marketwatch.com/news/story/moodys-downgrades-bear-stearns-alt-deals/story.aspx? guid=%7B9989153A-B0F4-43B6-AE11-7B2DBE7E0B9C%7D(accessedJuly19,2008).

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

果是，穆迪开始了对它几乎所有评级降级的过程，贝尔斯登的股价受此负面影响程度比同行更大。

华尔街更加复杂通信设备的驱动力已经在世界范围内建立了交易者和银行家的关联网络。平时，互联网聊天和移动的电子邮件设备传递着报酬、主要员工离职甚至体育博彩方面的传言。然而在3月10日上午，一条消息压过了其他一切传言：贝尔斯登正存在流动性问题。

中午，CNBC在《巨头午餐会》（*Power Lunch*）节目上向公众发布了这条新闻。为此，贝尔斯登的股票下跌超过10%，至63美元，埃斯·格林伯格疯狂地向各类管理人员发出命令，要求他们站出来，向公众否认这些问题。在谈到自己时，格林伯格告诉CNBC的记者谣言是“完全荒谬的”，这激怒了首席财务官莫利纳罗，他认为否认谣言只会让谣言合法化，激化进一步恐慌性的抛售，使贝尔斯登的流动性问题最终自发实现。[㊀]然而，仅仅两个小时过后，贝尔斯登似乎就躲过了一劫。纽约州长埃利奥特·斯皮策涉嫌参与高级卖淫集团的新闻就盖过了头条上关于资金的流言，这也导致贝尔斯登的领导层又一次认为最糟糕的时候已经过去了。

然而，谣言在第二天重新爆炸，美联储宣布了一个价值2 000亿美元的贷款计划，用来帮助金融机构走出信贷危机[㊁]，目标指向贝尔斯登。股价在62.97美元收盘价之前曾跌到55.42美元（图C1-7）。与此同时，贝尔斯登的高管们面临一个债务更新请求爆发的新危机，所谓债务更新请求是风险合约的对手方通过向第三方出售以削减风险头寸。瑞信、德意志银行、高盛都被报告，接到那些想消除贝尔斯登信用风险头寸的机构蜂拥而至的债务更新请求。债务更新请求爆发的速度和力度意味着在贝尔斯登采取行动前，高盛和瑞信都已通过电子邮票告知交易员，直到信用部门批准，停止任何与贝尔斯登相关的债务更新要求。再一次地，网络电子交易平台上的流言飞语打击了全世界投资者对于贝尔斯登稳定的信心，瑞信的备忘录禁止其交易员参与任何与贝尔斯登有关的交易作为一个不实的谣言广为流传。[㊂]对贝尔斯登流动性信心下降可以通过贝尔斯登债务的信用违约互换的成本上升来量化。这是贝尔斯登1 000万美元债务违约的5年期保险，其价格从不足10万美元达到10月的超过62.6万美元，表明一些公司对贝尔斯登会无力偿还债务下了重注。[㊃]

在内部，贝尔斯登讨论是否要公开解释谣言，最终决定安排周三上午由CNBC记者大卫·法贝尔采访施瓦茨。施瓦茨不想让谣言蔓延得太快，把采访现场设在贝尔斯登召开年度新闻发布会的棕榈滩。选择法贝尔是因为他与贝尔斯登广为人知的友谊，然而法贝尔却以一个毁灭性的问题开始采访，宣称一个交易商的信用部门临时取消了与贝尔斯登的一个交易。在随后的采访中，他承认这次交易最终完成了，但又对贝尔斯登作为一家交易机构的基本能力提出质疑。一位资深交易员稍后评论说，“很明显，就在法贝尔提出那个问题的那一刻，贝尔斯登已经死了。一旦你有了这个念头——这个公司不能在一个交易上跟进，它就完了。法贝尔害死了贝尔斯登。”

尽管施瓦茨对流动性不足谣言的驳斥使公司向前迈了很重要的一步，尽管对冲基金投资者也

㊀ Burrough, “Bringing Down Bear Stearns.”

㊁ Chris Reese, “Bonds Extend Losses After Fed Announcement,” Reuters News, March 11, 2008, http://www.reuters.com/article/bondsNews/idUSNYD00017820080311 (accessed July 16, 2008).

㊂ Kelly, “Fear, Rumors Touched Off Fatal Run on Bear Stearns.”

㊃ Ibid.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

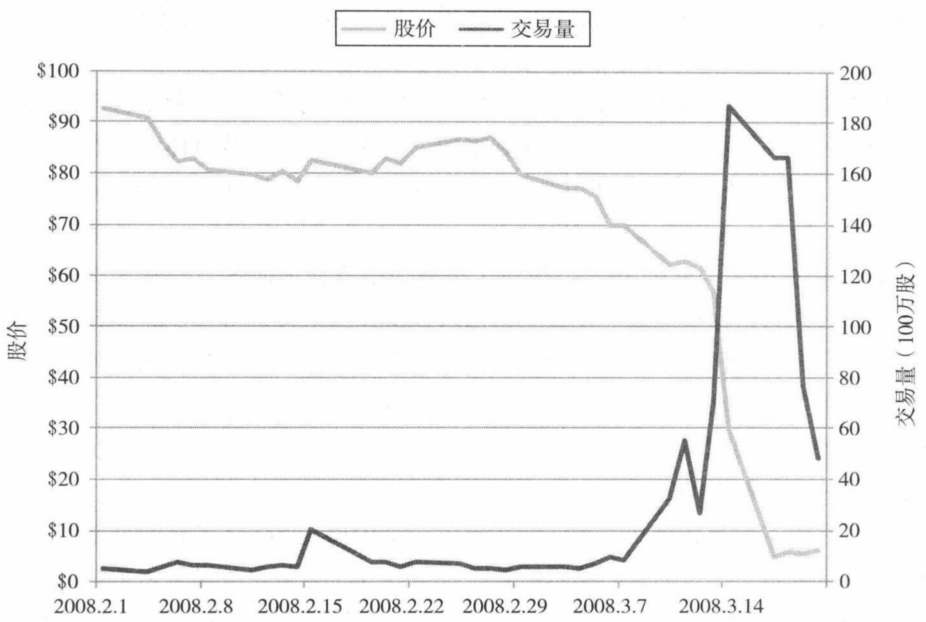


图 C1-7　股价与交易量

同情贝尔斯登，他们仍然第一时间提取了账户，使贝尔斯登的现金储备只剩下 150 亿美元。此外，给投资银行提供每天都要更新的隔夜贷款的回购贷款机构通知贝尔斯登，第二天将不再更新贷款，迫使贝尔斯登不得不寻找新的贷款来源。施瓦茨给拉扎德的帕尔打电话，莫利纳罗重新审查了贝尔斯登在这次危机事件中的应急出售计划，贝尔斯登的一名律师呼吁美联储主席解释贝尔斯登的情况，并加速刚宣布的计划的实施。这个计划允许投资银行可以使用住房抵押贷款类证券作为抵押品从美联储的贴现窗口获得紧急贷款，而贴现窗口通常是美联储预留给商业银行的（见表 C1-3）。㊀

表 C1-3　商业银行和投资银行的监管比较

	商业银行	投资银行
通常的业务模式	接受存款，并通过一系列的产品把存款借出，为个人和企业提供金融服务	权益和债务发行承销、股票和债券交易，提供顾问服务（比如并购）
美联储是否提供保障	是	否（2008 年前）
主要风险资产的来源	存款	股东
杠杆的限制	严格：10% 的资本金比例被视为“资本充足”	没有
主要监管部门	美联储	美国证券交易委员会
业务的限制	禁止投资于房地产和大宗商品，开展新业务需要美联储批准	没有

贝尔斯登的高管极力安抚有反叛倾向的员工，权益部门的负责人布鲁斯·利斯曼站在他的办公桌上，恳求交易员继续专心工作，共渡难关，并指出贝尔斯登的历史韧性。格林伯格在交易大厅再次做出一个挥杆动作假装要去高尔夫俱乐部，仿佛暗示着贝尔斯登已经从巨大的危机中生存

㊀ Burrough, “Bringing Down Bear Stearns.”

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

下来。

无论他们的保证对员工起到了什么影响，但对市场都已无济于事了。该周早些时候如溪流一般的现金外流到了周四已变成洪水一般。与此同时，贝尔斯登的股价仍然持续地暴跌了15%，直到一天中的低点50.48美元。午餐时，施瓦茨在吵闹的高管会议中保证说那些谣言都是市场噪声，结果被高级董事总经理迈克尔·米尼克斯打断了。

“你知道到底发生了什么吗？”米尼克斯喊道，“我们的现金全部外流了！我们的客户正在离开我们！”㊀

对冲基金客户成群结队地弃仓而逃，文艺复兴科技公司从交易账户中撤出约50亿美元，德劭公司根据法律程序撤出了同样多的钱。那天晚上，贝尔斯登的高管们聚集在六楼的会议室里调查这次对贝尔斯登的残杀。在不到一周的时间里，贝尔斯登除了剩下183亿美元储备金中的59亿美元以外，什么都耗尽了，还被花旗集团24亿美元的短期债务套住。由于恐慌的市场第二天必定会造成更多的提款，施瓦茨接受了无法避免的额外融资需求提议并让帕尔再次拜访摩根大通的首席执行官詹姆斯·戴蒙，重新讨论在秋天就已经停止的合并协议。尽管对当天晚上就得达成协议大吃一惊，戴蒙仍然同意派银行家团队到贝尔斯登分析账务。

帕尔的电话打断了戴蒙的52岁生日庆典，庆典所在的希腊餐厅离贝尔斯登的总部只有几个街区之遥。在贝尔斯登的总部，一个方阵的律师已开始准备各种现金注入交易的必要文件和紧急申请破产的文档。面对在未来24小时内几乎可以肯定的破产，施瓦茨在那天深夜匆匆召集了董事会，大多数董事会成员通过电话参会。而凯恩那时在底特律打桥牌锦标赛，错过了大部分的谈话。

贝尔斯登将近400个子公司都准备复杂的破产文件是不可能的，所以施瓦茨仍然希望得到紧急资金注入，使贝尔斯登度过这个周五。摩根大通的银行家查看贝尔斯登的头寸时，对继续要持有的住房抵押贷款类资产的危险性和规模犹豫不决，并坚持认为美联储对贝尔斯登的救助由摩根大通一家承担风险过大。美联储的官员们已在大厅聚集了几个小时，美联储和摩根大通之间的讨论一直持续到星期五早上。施瓦茨和莫利纳罗吃着冰冷的比萨，现在决定权不在他们手中。

贝尔斯登，作为数万亿美元衍生品合约交易对手的角色，与LTCM有着可怕的相似。如果贝尔斯登被允许自行倒闭，美联储将再次看到潜在的金融大决战。对一家机构资产的紧急清算会给全球证券价格一个下行的压力，加剧本已混乱的市场环境。面对债务市场星期五上午开放日的最后期限，美联储与摩根大通对如何拯救贝尔斯登的问题来回地争论。他们连轴工作，最终达成了一致，由摩根的律师史蒂芬·卡特勒在最后一分钟口述，在未来的28天内，摩根大通可以利用美联储的贴现窗口为贝尔斯登提供300亿美元的授信额度。当这条消息公布时，贝尔斯登的高管们振臂欢呼，这意味着贝尔斯登将有近一个月的时间来寻求替代性融资。

贝尔斯登的最后一个周末

贝尔斯登看到了一线生机，然而市场看到的却是最后的绝望挣扎。小心翼翼的贝尔斯登高管

㊀ Kelly, “Fear, Rumors Touched Off Fatal Run on Bear Stearns.”

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

们也只能怯怯地看着公司的资产不断流失。周五早上，贝尔斯登在几小时之内耗尽了最后的储备。中午的电话会议上，尽管施瓦茨信心十足地向投资者保证贝尔斯登的信用额度可以让贝尔斯登继续“照常营业”，但仍没能阻止流血。更糟糕的是，贝尔斯登的股票价格又跌掉了一半，以每股 30 美元的价格收盘。㊀

周五一整天，帕尔绝望地开始着手拯救自己的客户，在金融圈中到处寻找潜在投资者或买主来收购贝尔斯登的部分或全部股份。但在如此严重的情况下，他什么都做不了，无论是出售利润丰厚的大宗经纪部门还是整个公司兼并或出售。他天真地希望可以找到自己所称的“有用投资商”，也就是一个深受尊敬的华尔街名人，加入到董事会。这样就可以立刻增加信誉，甚至平息到处都在传的贝尔斯登即将倒闭的流言。不幸的是，只有很少的几个这样的人物有如此的声誉和战略胸怀可以扮演救世主的角色，而且他们中的大多数都已经放弃了贝尔斯登。

尽管如此，施瓦茨在星期五晚上为贝尔斯登总部缓解了不少压力。他说公司可以坚持到周末并保证会有 28 天的周转时间。在开车回格林尼治的路上，施瓦茨接到了一个意想不到的电话，是纽约美联储主席蒂莫西·盖特纳和财政部长亨利·保尔森打来的。施瓦茨惊呆了，这个电话打破了错觉。保尔森告诉他美联储的信用额度周日晚到期，贝尔斯登必须在 48 小时内找到买主或申请破产。28 天条款的终止至今是个谜。周五早上的紧张和摩根大通总法律顾问对条款所作的解释说明贝尔斯登高管误解了条款，尽管也有人认为保尔森和盖特纳破坏了贝尔斯登的预期，以及市场对周五签署的美联储紧急贷款的期望。不管怎样，美联储已经做出了决定，周六早上施瓦茨的申诉也没能动摇盖特纳。

周六一整天，有意向的买家都汇集到了贝尔斯登的总部寻找有利可图的部分，同时帕尔也努力对贝尔斯登进行最后的拯救。场面一片混乱。华尔街各大银行的代表弗劳尔斯、KKR，以及无数对贝尔斯登的处境关心至极的人，都企图弄清贝尔斯登大量非流动性资产的价值，以及美联储如何在财政上予以帮助。一些有意向的买家只想购买这家即将倒闭的银行的一部分，有一些则是想收购整个公司，当然还有一些期望通过更复杂的交易将贝尔斯登解体。但是它们一个接一个退出了，直到弗劳尔斯出了一个价：收购贝尔斯登 90% 的资产，总价 26 亿美元。但这个报价是建立在这家私募股权投资机构能从银行财团筹集到 200 亿美元的可能性之上，而 200 亿美元的风险信贷不可能在一夜之间出现。㊁

接下来就只剩摩根大通了。很明显这是唯一一家前来营救的银行。摩根派了不少于 300 位银行家代表 16 个不同的产品小组到贝尔斯登总部为其估价。他们和所有竞标者的关注点一样，就是评估贝尔斯登的住房抵押贷款类资产的价值。尽管做了巨额减值，还是不可能为这类低流动性的（并被恶意中伤的）证券来做出精确估价。斯迪夫·布莱克警告施瓦茨和帕尔不要把注意力放在周五每股 32 美元的收盘价上，并表示摩根的报价只能在 8～12 美元。㊂

在 3 月最终的 10Q 报告中，贝尔斯登列出 3 990 亿美元的资产、3870 亿的债务，只剩 120 亿美元的权益，以及 32 倍的杠杆率。贝尔斯登最初估计这里面有 1 200 亿美元的“风险加权”资产，随后将被减值。日夜工作以弄清楚贝尔斯登的资产负债表的摩根大通的银

㊀ Kelly, “Bear Stearns Neared Collapse Twice in Frenzied Last Days.”
㊁ Burrough, “Bringing Down Bear Stearns.”
㊂ Ibid.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

行家随后估计这个数字会在2 200亿美元左右。悲观的估计加上周日早上《纽约时报》的文章再次报道贝尔斯登面临的麻烦，扑灭了摩根大通要收购贝尔斯登的想法。后来，一位摩根大通的银行家还激动的回想起这篇文章。“那篇文章确实影响了我的想法，因为《纽约时报》是很有信誉的报纸，让人不得不信。”[㊀]

周六早上摩根退出了，戴蒙让无比震惊的施瓦茨再想其他的办法。问题是，没有可以替代摩根大通的银行了。得知这个消息，又了解到贝尔斯登清算可能会让世界金融市场陷入混乱，美联储的代表立刻打电话给戴蒙。从10年前LTCM事件发生时，美联储就开始依靠劝说，或者说是“强烈建议”，长时间地试图通过呼吁理智而不是强制命令来影响市场参与者。摩根大通和美联储的最高层官员玩起了长达数小时的高风险扑克游戏，双方都在虚张声势，贝尔斯登依然命悬一线。美联储想要避免政府史无前例地参与一个私人投资公司的紧急救助，摩根大通也想要避免承担贝尔斯登住房抵押贷款类资产中任何“有毒废物”。“他们不停地说‘我们不会做的，’我们也一直坚持‘我们真的认为你们应该去做，’”一位美联储官员回忆道，“会谈持续了好几个小时，他们还一直说着‘只靠我们是做不来的。’”[㊁]几个小时过去了，直到纽约时间周一下午6点，澳大利亚市场要开盘了，双方必须妥协。

周日下午，施瓦茨从1点开始的贝尔斯登董事会紧急会议中中途走了出来，去接戴蒙的电话：报价会在每股4～5美元。

听到施瓦茨的消息，贝尔斯登董事会愤怒了。凯恩从底特律的同一个桥牌比赛中打来电话，也十分生气，怒吼着说公司宁可根据联邦破产法第十一章申请破产保护，也不会接受这么低的价格。因为这样的价格会将他曾经价值10亿美元的566万股股票减值为不到3 000万美元。然而实际上，破产也是不可能的。如帕尔所解释的，2005年联邦破产法的修改意味着第十一章文件等于是将贝尔斯登送到了刀尖上。因为申请破产的话，监管机构必须查封贝尔斯登的账户，这样会立刻停止公司的运营并迫使其清算。那就不会有重组了。

尽管凯恩为4美元的报价恼怒，美联储对美国家庭面临丧失抵押物赎回权时给1家失败的投资银行300亿美元贷款的表现的关注，迫使美国财政部部长保尔森在贝尔斯登的伤口上撒盐。据官方消息，美联储自身并未插手对LTCM的紧急救助，而是依赖其呼吁的权力以市场稳定的名义让其他银行采取动作。短短十几年后，他们再也找不到任何购买者了。贝尔斯登失败得如此神速，而且在如此受限的时间框架内无法执行真正的尽职调查，更何况控制贝尔斯登有毒的住房抵押贷款类资产存在着不可估量的风险。种种因素都吓跑了所有的买方，这使得美联储从顾问的角色转变成了主角。保尔森担心，所有对贝尔斯登慷慨的价格都可能鼓励投资银行不道德的冒险行为，因为这样等于告诉大家最坏的结果也是很乐观的，联邦紧急救助将陷入灾难。所以他做出了一个既可以挽救公司，也可以对贝尔斯登股东进行惩罚的交易决定。他给戴蒙打了电话，戴蒙重申了标价的范围。

“那个定价对我来说太高了，”保尔森告诉摩根大通的一把手，“我觉得一个很低的价格就可以了”。就在这之后，布朗斯坦打电话给帕尔说：“价格定为2美元。”

㊀ Ibid.
㊁ Ibid.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

特拉华州法律之下，当一个公司进入“破产边缘”的时候，高管必须以股东和债权人的利益为重。施瓦茨知道贝尔斯登在过去几天中已经飞速向破产靠近了。面对破产和摩根大通，贝尔斯登别无选择，只能接受窘迫的低价，仅为周五晚上 32 美元收盘价的 3%。施瓦茨说服了疲惫不堪的贝尔斯登董事会成员，“2 美元毕竟比什么都没有要好”。下午 6 点半，这个交易获得一致通过。

在市场上存在了 85 年之后，贝尔斯登消失了。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

2008年的投资银行业（下）：美丽新世界

贝尔斯登的余波

愤怒的贝尔斯登股东在匆忙制定的兼并文件中发现了一个漏洞。由于急于完成交易，摩根大通在长达1年的时间内竟忽略了贝尔斯登股东对该项交易的批准。这个疏忽造成了可怕的后果：摩根大通可能无法收购贝尔斯登，并因疏漏而陷入几十亿美元的潜在损失陷阱中。自从危机爆发以来，贝尔斯登首次拥有了谈判的主动权，刚上任的首席执行官艾伦·施瓦茨逼迫摩根大通首席执行官在2美元的基础上提高出价。在接下来长达一周的混乱中，贝尔斯登再次出现了破产的迹象，这将增大全球资产价格下行的压力。在美联储勉强同意下，摩根大通最终将收购价格从每股2美元提高至每股10美元，交易总价值达12亿美元。美联储以贝尔斯登的住房抵押贷款类资产作为抵押品，贷款给摩根大通300亿美元。摩根大通只承担任何可能损失的前10亿美元，留给美国纳税人290亿美元的贝尔斯登资产的风险暴露。由于交易定价困难，加里·帕尔所在的拉扎德公司在一周之内先后对每股2美元的交易价格和每股10美元的交易价格都出具了公平意见。

随着戴蒙开始将两个业务相互延伸、相互交叉，且文化有深远差异的金融巨头合二为一，市场观察人士试图了解贝尔斯登迅速垮台的原因。一些观察人士认为是因为极高的杠杆率和巨大的次级证券风险暴露。但贝尔斯登许多不愿具名的高管则称贝尔斯登是一大批制造谣言的对冲基金的受害者，这些对冲基金持有大量贝尔斯登空头头寸，试图通过打压贝尔斯登的股价而获利。贝尔斯登高管们曾确信那些“做空”的人是不会达成目的的。住房抵押贷款部门主管汤姆·马拉诺拒绝了城堡投资集团首席执行官肯尼斯·格里芬的帮助并宣称：“很担忧你们的空头头寸，并且我也不会像你们那样去做空。”[⊖]而其他人则指出臭名昭著的贝尔斯登指责别人的卑鄙交易和欺诈行为颇为讽刺。7月15日，作为银行倒闭案调查的一个程序，美国证券交易委员会传讯了50多家对冲基金（包括了贝尔斯登的主要客户城堡投资），这使得谣言更加肆虐。此外，美国证券交易委员会史无前例地暂时禁止了对金融机构股票的卖空交易。不幸的是，卖空禁令导致了大部分可转换证券市场的关闭，因为2008年前8个月发行的可转换证券有659只来自金融机构，包括美国银行和花旗集团。对冲基金作为可转换证券的主要投资者，通过卖空可转换证券发行人的股票来对

⊖ Kate Kelly, “Bear Stearns Neared Collapse Twice in Frenzied Last Days,” *Wall Street Journal*, May 29, 2008, http://online.wsj.com/article/SB121202057232127889.html (accessed July 19, 2008).

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

冲其购买的可转换证券或优先股的头寸，以期达到理论上的市场中性。卖空禁令导致对冲基金遭受巨大损失，并使其无法进行新增投资，同时也使潜在的发行人无法通过该市场获得所需资本。

美国证券交易委员会的应急指令也禁止所谓的裸露卖空，或在没有所卖空股票的方式借入协议时就进行卖空。这导致了卖空意愿下降。事实上，受该指令保护的很多金融机构自身就持有大量的空头头寸，金融记者注意到了这一点，他们把这次应急指令称为“股票总是上涨”。[㊀]美国证券交易委员会基于以下两点为该指令辩护：首先，不同寻常的市场环境要求极端的反应；其次，这些金融机构更容易受到谣言损害，这是它们与传统公司的区别。

毁掉贝尔斯登的最关键谣言是债务更新请求，由贝尔斯登的客户向其他投资银行发出的就购买和出售贝尔斯登有关证券的达成协议的请求，以换取费用。贝尔斯登的高管宣称主要涉及三家银行（高盛、瑞信、德意志银行），这些银行为了给信贷部门提供资金而推迟了清算，这进一步使贝尔斯登信用不好的谣言更加猖狂。如果是这样，目的达到了。高盛和瑞信均推迟了该要求，谣言以毁灭性的速度反馈到市场。传言，一批对冲基金经理在交易的那个周日的早餐会已经为贝尔斯登的垮台而干杯，并且打算随后对雷曼兄弟发起攻击。[㊁]雷曼兄弟活过了夏天，很大程度上是因为美联储加速了应急贷款计划，使得雷曼兄弟和其他银行能够通过窗口贴现获得贷款，而贝尔斯登却未能。许多人认为，贝尔斯登仅仅是一个星期的流动性不足，如果当初能够将住房抵押贷款类证券作为抵押品获得应急贷款，贝尔斯登可能最终能够作为独立银行存活下来。

最主要的反思围绕救援中美联储的角色和纽约联邦储备银行董事长蒂莫西·盖特纳行事是否得当展开。蒂莫西·盖特纳阻止了一个主要金融市场的崩溃，但美国纳税人为此替贝尔斯登的住房抵押贷款类资产承担了290亿美元的潜在损失，这是否为美国纳税人达成了最好的交易呢？4月3日，参议院银行委员会对盖特纳的强烈质询，显示了立法者的普遍情绪，认为救援是以牺牲民众利益为代价而有利于华尔街。[㊂]辩护者指出，亨利·保尔森提出一个低股价作为交易价格（尽管这一价格后来有所提升），是为了阻止其他银行冒相似的风险，但是批评者首先质疑的是美联储的干预。

无论如何，银行家和监管者都认为美联储对于困境银行的救助避免了灾难的发生，同时摩根大通为借款优先承担的10亿美元的损失也制止了进一步不恰当的冒险行为。事实上，最糟糕的尚未发生，2008年全球金融危机的复杂根源在于上一个10年金融与银行业的放松监管。

《格雷姆－里奇－比利雷法案》和《格拉斯－斯蒂格尔法案》的废除

1998年4月6日，花旗银行宣布了与旅行者集团合并的计划，这是史上最大的并购案。这个高达700亿美元的交易将美国第二大商业银行与提供银行、保险、经纪业务的金融集团合为一体。就在一年前，旅行者集团通过收购所罗门兄弟而成为全美第三大证券经纪机构，所罗门兄弟

㊀ David Gaffen, “Four at Four: Operation Stocks Go Up Always,” *Marketbeat*, July 15, 2008, http://blogs.wsj.com/marketbeat/2008/07/15/four-at-four-operation-stocks-go-up-always (accessed July 19, 2008).

㊁ Bryan Burrough, “Bringing Down Bear Stearns,” *Vanity Fair*, August 2008, http://www.vanityfair.com/politics/features/2008/08/bear_stearns200808 (accessed July 19, 2008).

㊂ Gary Weiss, “The Man Who Saved (or Got Suckered by) Wall Street,” *Portfolio.com*, June 2008, http://www.portfolio.com/executives/features/2008/05/12/New－York－Fed－Chief－Tim－Geithner (accessed July 19, 2008).

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

是第一家把传统的顾问服务转型为自营业务的投资银行。由于受到来自技术变革、多样化和银行业国际化的压力，以及个人和公司客户对“一站式”服务的需求，两家公司都在努力游说，以获得并购案的批准。㊀

交易违反了1933年《格拉斯－斯蒂格尔法案》，大萧条后为监管证券业和银行业而制定的法律之一。该法禁止存款类金融机构（例如银行控股公司）和其他金融公司（例如投资银行、证券经纪机构）混业经营。花旗集团成功地获得了临时性的豁免，完成了交易，并强化了市场长达几十年对该法废除的愿望。为使美国的投资银行能够与国外从事存款业务的投资银行（例如瑞银、德意志银行、瑞信第一波士顿）竞争，共和党国会和克林顿总统在1999年通过了《格雷姆－里奇－比利雷法案》，即《金融服务现代化法案》，允许保险公司、投资银行和商业银行在产品和市场上公平竞争。随后的2000年《商品期货现代化法案》，通过对期货合约和信用违约互换的减少控制，进一步放松了行业监管。

放松和变革发生后，银行业开始了长达10年的并购热潮，金融势力越来越集中到少数人手中。投资银行被商业银行收购成为家常便饭。富利收购罗伯逊·斯蒂芬，美国银行收购蒙哥马利证券，美国大通曼哈顿收购JP摩根（合并后的主体摩根大通先后又收购了美国第一银行和贝尔斯登），匹兹堡国民银行收购哈里斯·威廉姆斯，欧力士收购华利安的控制权，富国银行收购巴林顿（见表C2-1）。随着国际银行业限制减少，国际市场越来越一体化，受“综合型银行”模式成功的鼓舞，合并的动力越来越大。

表 C2-1　1997 年以来的大型银行并购

年份	收购方	目标公司	并购后主体	交易价值（10亿美元）
1997	U.S. Bancorp	First Bank System, Inc.	U.S. Bancorp	
	NationsBank Corp.	Boatmen's Bancshares	NationsBank Corp.	9.6
	Washington Mutual	Great Western Financial Corp.	Washington Mutual	
	First Union Corp.	Signet Banking Corp.	First Union Corp.	
	National City Corp.	First of America Bank	National City Corp.	
1998	NationsBank Corp.	Barnett Banks, Inc.	NationsBank Corp.	
	First Union Corp.	CoreStates Financial Corp.	First Union Corp.	
	NationsBank Corp.	BankAmerica Corp.	Bank of America Corp.	
	Golden State Bancorp	First Nationwide Holdings, Inc.	Golden State Bancorp	
	Norwest Corp.	Wells Fargo Corp.	Wells Fargo Corp.	
	Star Banc Corp.	Firstar Holdings Corp.	Firstar Corp.	
	Banc One Corp.	First Chicago NBD Corp.	Bank One Corp.	
	Travelers Group	Citicorp	Citigroup	140
	SunTrust Bank	Crestar Financial Corp.	SunTrust Banks, Inc.	
	Washington Mutual	H.F. Ahmanson & Co.	Washington Mutual	
1999	Fleet Financial Corp.	BankBoston Corp.	FleetBoston Financial Corp.	
	Deutsche Bank AG	Bankers Trust Corp.	Deutsche Bank AG	
	HSBC Holdings plc	Republic New York Corp.	HSBC Bank USA	
	Firstar Corp.	Mercantile Bancorp., Inc.	Firstar Corp.	
	AmSouth Bancorp.	First American National Bank	AmSouth Bancorp.	6.3

㊀ “Financial Powerhouse,” NewsHour with Jim Lehrer transcript, April 7, 1998, http://www.pbs.org/newshour/bb/business/jan-june98/merger_4-7.html (accessed July 19, 2008).

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

年份	收购方	目标公司	并购后主体	交易价值（10亿美元）
2000	Chase Manhattan Corp.	JP Morgan & Co.	JP Morgan Chase & Co.	
	Washington Mutual	Bank United Corp.	Washington Mutual	1.5
	Wells Fargo & Co.	First Security Corp.	Wells Fargo & Co.	
2001	Firstar Corp.	U.S. Bancorp	U.S. Bancorp	
	First Union Corp.	Wachovia Corp.	Wachovia Corp.	
	Fifth Third Bancorp	Old Kent Financial Corp.	Fifth Third Bancorp	
	Standard Federal Bank	Michigan National Bank	Standard Federal Bank N.A.	
	FleetBoston Financial Corp.	Summit Bancorp	FleetBoston Financial Corp.	
2002	Citigroup Inc.	Golden State Bancorp	Citigroup Inc.	
	Washington Mutual	Dime Bancorp, Inc.	Washington Mutual	
2003	BB&T Corp.	First Virginia Banks, Inc.	BB&T Corp.	
	M&T Bank	Allfirst Bank	M&T Bank	
2004	New Haven Savings Bank	Savings Bank of Manchester, Tolland Bank	NewAlliance Bank	
	Bank of America Corp.	FleetBoston Financial Corp.	Bank of America Corp.	47
	JP Morgan Chase & Co.	Bank One	JPMorgan Chase & Co.	
	Banco Popular	Quaker City Bank	Banco Popular	
	Regions Financial Corp.	Union Planters Corp.	Regions Financial Corp.	5.9
	SunTrust	National Commerce Financial	SunTrust	6.98
	Wachovia	SouthTrust	Wachovia	14.3
2005	PNC Bank	Riggs Bank	PNC Bank	0.78
	Capital One Financial Corp.	Hibernia National Bank	Capital One Financial Corp.	4.9
	Bank of America	MBNA Corp.	Bank of America Card Services	35
2006	Wachovia	Westcorp Inc.	Wachovia	3.91
	NewAlliance Bank	Cornerstone Bank	NewAlliance Bank	
	Capital One Financial Corp.	North Fork Bank	Capital One Financial Corp.	13.2
	Wachovia	Golden West Financial	Wachovia	25
	Regions Financial Corp.	AmSouth Bancorp.	Regions Financial Corp.	10
2007	Citizens Banking Corp.	Republic Bancorp	Citizens Republic Bancorp	1.048
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	Compass Bancshares	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	9.8
	Bank of America	LaSalle Bank	Bank of America	21
	State Street Corp.	Investors Financial Services Corp.	State Street Corp.	4.2
	Bank of New York	Mellon Financial Corp.	Bank of New York Mellon	18.3
	Wachovia	World Savings Bank	Wachovia	25
	Bank of America	U.S. Trust	Bank of America Private Wealth Management	
2008	JPMorgan Chase	Bear Stearns	JPMorgan Chase	1.1
	Bank of America	Merrill Lynch	Bank of America	50
	JPMorgan Chase	Washington Mutual	JPMorgan Chase	1.9
	Wells Fargo	Wachovia	Wells Fargo	15.1
	5/3 Bank	First Charter Bank	5/3 Bank	
	PNC Financial Services	National City Corp.	PNC Financial Services	5.08

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

综合型银行模式的拥护者认为，客户更喜欢在同一个金融机构完成所有的业务，无论是个人客户的人寿保险、零售经纪、养老规划、储蓄存款，还是公司客户的薪酬服务、并购顾问、承销和商业贷款。尽管有证据表明商业银行和投资银行之间的并购平均而言导致价值下降，㊀同时也有反捆绑立法，例如禁止综合型银行将贷款的批准取决于企业是否同意给银行的投资银行部门更多的高盈利并购业务。但认为传统的单一业务投资银行难以与能够提供全面银行业务的混合金融机构竞争的观点，导致行业中的合并频频发生。

上述合并加剧了华尔街专业型投资银行的竞争，这些投资银行包括：雷曼兄弟、美林、高盛、摩根士丹利、贝尔斯登。作为公众公司，专业型投资银行不但要面对综合型银行在传统业务（例如并购、承销、出售与交易）上的竞争，还需要获得与综合型银行可比的净资产收益率。专业型投资银行只能诉求于非储蓄金融机构的两大优势：无限制、无监管的杠杆率，以及越来越依赖于自营业务以获得高收益率。2004 年，投资银行成功说服美国证券交易委员会废除“净资本”条例，显露了他们对杠杆率的野心。“净资本”条例限制经纪机构可以借贷的数量。㊁这两者的协同效应缓慢但坚定地将专业型投资银行从顾问机构转变为事实上的对冲基金，太平洋投资管理公司高管保罗·麦卡利将此过程称为“影子银行”行业的崛起。㊂2008 年冬季，高杠杆率和自营交易摧毁了投资银行业，导致华尔街五大专业型投资银行的垮台、并购或重组。

雷曼兄弟

直到2007 年年末，有着 150 年历史的雷曼兄弟成为美国前五大投资银行之一，并且一直保持着高速增长，2007 年第一季度和第二季度的盈利分别为 11 亿美元和 13 亿美元。进入 21 世纪以来，雷曼兄弟越来越依赖其固定收益交易和承销部门，该部门是 2001 ~2005 年其收益增长的主要来源（见表 C2-2）。同时，雷曼兄弟也在不断提高其杠杆率，债务权益比率从 2003 年的 23.7 倍上升到 2007 年的 35.2 倍（见图 C2-1）。随着杠杆率的提高，2007 年夏天住房抵押贷款相关行业的危机也开始对雷曼兄弟造成重大影响。公司的股价从 2007 年 6 月的峰值 81.3 美元下跌到 8 月的低点 51.57 美元。雷曼兄弟关闭了它的次贷业务部门 BNC 住房抵押贷款公司，并在全球范围内解雇了 2 000 多名员工。然而，雷曼兄弟管理层仍保持乐观，其财务总监称：“我认为，信贷最糟糕的时候已经过去了。”㊃

㊀ J. F. Houston and M. Ryngaert, "The Overall Gains from Large Bank Mergers," *Journal of Banking and Finance* 18(1994): 1155-1176; D. A. Becher, "The Valuation Effects of Bank Mergers," *Journal of Corporate Finance* 6 (2000): 199-214; and J. F. Houston, C. James, and M. Ryngaert, "Where Do Merger Gains Come From? Bank Mergers from the Perspective of Insiders and Outsiders," *Journal of Financial Economics* 60 (2001): 285-332.

㊁ Stephen Labaton, "Agency's '04 Rule Let Banks Pile Up New Debt," *New York Times*, October 2, 2008, http://www.nytimes.com/2008/10/03/business/03sec.html (accessed November 3, 2008).

㊂ Paul McCulley, "Global Central Bank Focus," *PIMCO.com*, August/September 2007, http://www.pimco.com/LeftNav/Featured+Market+Commentary/FF/2007/GCBF+August+September+2007.htm (accessed November 3, 2008).

㊃ Dan Wilchins, "Lehman Earnings Fall Amid $830 Million Writedown," Reuters News, December 13, 2007, http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSWEN294620071214 (accessed November 4, 2008).

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 C2-2　1999 年以来雷曼兄弟的财务情况

年份	收入（100 万美元）	净利润（100 万美元）	净利润率（%）	每股收益（美元）
1999	18 925	1 174	6. 2	2. 04
2000	26 313	1 831	7. 0	3. 19
2001	22 340	1 311	5. 9	2. 19
2002	16 696	1 031	6. 2	1. 73
2003	17 146	1 771	10. 3	3. 17
2004	20 456	2 393	11. 7	3. 95
2005	31 476	3 260	10. 4	5. 43
2006	45 296	3 960	8. 7	6. 73
2007	57 264	4 192	7. 3	7. 26

年份	总资产（100 万美元）	流动负债（100 万美元）	长期负债（100 万美元）	总负债（100 万美元）	股东权益（100 万美元）
1999	222 225	185 251	30 691	215 942	6 283
2000	259 093	216 079	35 233	251 312	7 781
2001	285 407	238 647	38 301	276 948	8 459
2002	298 304	250 684	38 678	289 362	8 942
2003	354 280	297 577	43 529	341 106	13 174
2004	413 654	342 248	56 486	398 734	14 920
2005	463 962	393 269	53 899	447 168	16 794
2006	583 628	484 354	81 178	565 532	18 096
2007	814 213	668 573	123 150	791 723	22 490

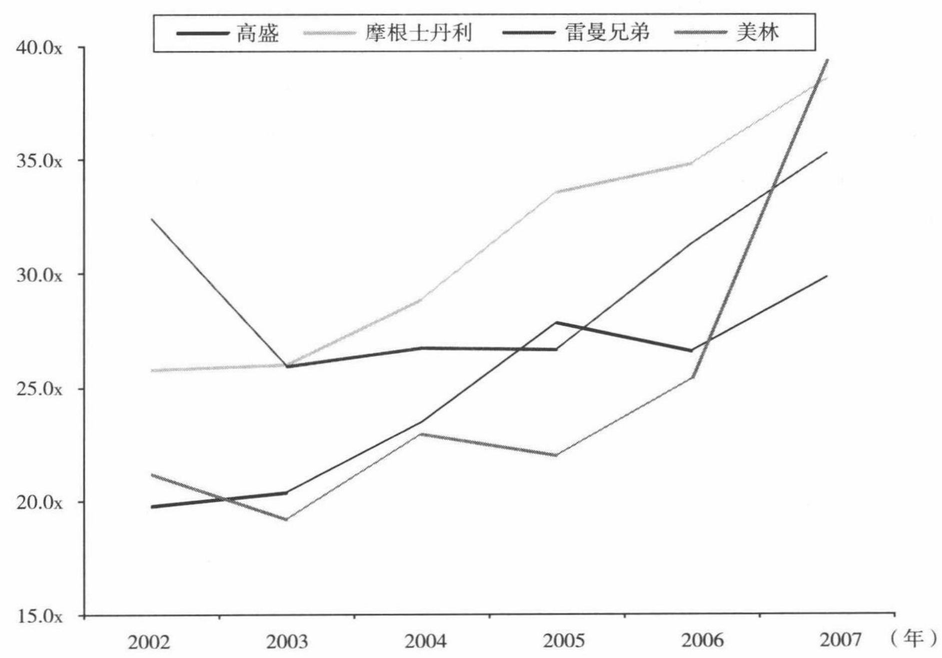


图 C2-1　华尔街投资银行领导集团的杠杆率上升趋势

雷曼兄弟 2007 年年报表明，该银行的前景发生了明显变化。秋季又解雇了 6 000 多名员工，第

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

四季度进行了总计35亿美元资产组合的减值，其中包括8.3亿美元次贷相关的资产减值。㊀雷曼兄弟尽管超过了研究员预测的1.42美元的每股收益，但是，新任命的财务总监艾琳·卡兰㊁暗示未来潜在的资产减值，说道："我们并不乐观……还没到底部。"㊂

新的一年并没有给公司的创伤带来缓和。2008年1月，雷曼兄弟撤销了大规模住房抵押贷款借贷部门，削减了1 300个岗位，但这并不能止住公司由于次贷风险暴露导致的现金流出。随着贝尔斯登在3月中旬的倒闭，标准普尔认为雷曼兄弟受资产减值的影响，其利润将下降20%，并对雷曼兄弟的评级从"维持"下调到"负面"，雷曼兄弟的股票因此暴跌48%。㊃一周后，雷曼兄弟第一季度10Q报告其净利润为4.89亿美元，比上一年下降57%，拥有300亿美元现金和640亿美元流动性资产。有谣言称当初打垮贝尔斯登的激进卖空方将矛头指向了雷曼兄弟，雷曼兄弟宣布出售40亿美元的可转换优先股。雷曼兄弟的股价因此上升11%，投资者认为，新资本的注入将会使雷曼兄弟免于贝尔斯登的命运。但警报尚未解除，正如奥本海默公司的研究员梅里迪斯·惠特尼所预言的："尽管此次融资成本高于近期历史水平，但未来的融资成本将更高。"㊄

尽管有了现金注入，雷曼兄弟却继续滑向贝尔斯登的老路。雷曼兄弟通过将价值18亿美元的5个短期债务基金的资产并入自己的报表，救助了这5只基金，这使人们联想到一年前贝尔斯登曾经试图支撑其BSAM对冲基金却徒劳无功。㊅同时，雷曼宣布将再解雇1 500名员工并计划在2008年6月发行普通股和可转换优先股再筹集60亿美元资本，尽管预计在第三季度将由于住房抵押贷款类资产减值带来30亿美元的损失。第二周，雷曼兄弟的董事会任命约瑟夫·格雷戈里代替罗伯特H. 迈克戴德担任首席运营官，并结束了艾琳·卡兰作为财务总监的任期，替换为伊恩·洛维特。

由于2008年夏天雷曼兄弟的股价一路下跌，首席执行官理查德·福尔德计划将其私有化，但由于公司无法筹集足够的资金来完成交易，不得不放弃该想法。福尔德无奈之下为300亿美元的非流动性商业住房抵押贷款类资产寻找买主，并开始与国有的韩国发展银行和中国中信证券展开兼并磋商，中信证券一年前和贝尔斯登的交叉投资并没有扭转市场情绪。韩国发展银行计划了一个两阶段过程，首先直接从雷曼兄弟购买25%的股权，然后再在公开市场上购买另外25%。最终，由于雷曼兄弟要求账面价值基础上50%的溢价，并且不肯在价格上让步，谈判停滞了。㊆同样，和中信证券的谈判也陷入停滞。由于雷曼兄弟流动性紧张问题并未缓解，另

㊀ Jessica Dickler, "Lehman Layoffs, the Tip of the Iceberg," *CNNMoney.com*, September 21, 2008, http://money.cnn.com/2008/09/15/news/companies/lehman_jobs (accessed November 4, 2008).

㊁ Effective December 1, 2007, O'Meara transitioned into a new role as global head of risk management.

㊂ Wilchins, "Lehman Earnings Fall."

㊃ John Spence, "S&P Puts Negative Outlook on Goldman, Lehman," *MarketWatch*, March21, 2008, http://www.marketwatch.com/news/story/sp-puts-negative-outlook-goldman/story.aspx? guid =%7BE3B0D7FE-7498-48D7-BE29-FB95B33D0A41%7D (accessed November 4, 2008).

㊄ Yalman Onaran, "Lehman Sells $4 Billion Shares to Help Calm Investors," *Bloomberg.com*, April 1, 2008, http://www.bloomberg.com/apps/news? pid=20601087&sid=aUd7LP996GL0 (accessed November 4, 2008).

㊅ "Lehman Says It Bailed Out Money Market, Cash Funds," MP Global Financial News, April 10, 2008, http://www.mpgf.com/mp-gf/pop/news.aspx? newsID=6081 (accessed November4, 2008).

㊆ Henny Sender and Francesco Guerrera, "Lehman's Secret Talks To Sell 50% Stake Stall," *Financial Times*, August 20, 2008, http://www.ft.com/cms/s/0/586ed412-6ee6-11dd-a80a-0000779fd18c.html (accessed November 4, 2008).

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

一个潜在收购方加拿大皇家银行也退出了。㊀由于没有“白衣骑士”的救助，雷曼兄弟9月的财务状况被外界预期会进一步减值40亿美元，从而使总的资产减值达到120亿美元。

在贝尔斯登倒闭6个月后，2008年9月9日，雷曼兄弟的股价下跌了30%，使其资本总市值从2007年年初的547亿美元下降至68亿美元（见图C2-2）。随着雷曼兄弟公布第三季度损失39亿美元，并打算重组，其股价在第二天又继续暴跌。重组主要通过以下措施：第一，将价值300亿美元的商业房地产资产剥离给一个独立的公开交易实体；第二，出售投资顾问分支Neuberger Berman投资55%的股权；第三，将价值40亿美元的欧洲房地产资产出售给贝莱德。这些举措将冲减雷曼兄弟2003年收购Neuberger Berman获得的商誉，提高公司的核心资本比率，㊁并增加账面价值超过30亿美元的有形资产。㊂然而，雷曼兄弟的股价却仅收于3美元，这些举措仅仅是证实了人们的怀疑：雷曼兄弟需要寻找一个买主了。更致命的是，有谣言盛传其他市场参与者开始不再认可雷曼兄弟的信用，这大大削弱了其在市场上存活的能力。随着美联储承认已与华尔街公司展开会谈，以及美国证券交易委员会下决心要解决雷曼兄弟流动性危机，这种推测更加沸沸扬扬。



图C2-2　1999年以来投资银行的股票表现

不幸的是，政治“多米诺”骨牌从对贝尔斯登的救助倒向雷曼兄弟。在史上最具争议总统选举的前一周，公众强烈抗议由于贝尔斯登的交易导致纳税人承担290亿美元的潜在损失，这使得

㊀ “Royal Bank of Canada Considered Buying Lehman,” Reuters UK News, September 7, 2008, http://uk.reuters.com/article/asiaPrivateEquityNews/idUKL722941620080907 (accessed November 4, 2008).

㊁ The Tier 1 capital ratio is the ratio of a bank's core equity capital to its total risk-weighted assets, a metric regulators frequently use to evaluate a bank's financial strength.

㊂ “Lehman Plans Sale, Spin-Off of Assets,” Reuters News, September 10, 2008, http://www.reuters.com/article/topNews/idUSN1040161420080910 (accessed November 4, 2008).

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

继续这样的举措在政治上已不可行。第二天开市前是雷曼兄弟的最后期限，它不得不考虑所有可能的竞购提议，于是又出现了潜在购买者在周末纷纷走进投资银行总部来考虑各种并购或剥离方案。这一次，美联储拒绝为失败银行的债务提供支持，而是转向努力说服最后请愿者美国银行、汇丰集团、野村证券和巴克莱，称如果不挽救雷曼兄弟会导致雷曼的交易对手发生毁灭性的情况。同时，雷曼兄弟聘请 Weil，Gotshal & Manges 律师事务所准备应急破产的申请材料，以防谈判失败。

6 个月后，美联储急切安排对雷曼的救助，但由于拒绝为雷曼兄弟有毒的住房抵押贷款类资产的损失提供担保，最终救助宣告失败。更为复杂的是，雷曼兄弟利用短期回购贷款进行融资；类似于贝尔斯登，雷曼兄弟利用回购融得了25%以上的资产。[㊀]不幸的是，这种贷款需要交易对手的不断更新，然而其交易对手非常担忧雷曼兄弟的现状。这种观点在华尔街非常普遍，交易最后的出价人巴克莱由于不能获得股东的同意而最终退出。巴克莱放弃之后，雷曼兄弟提出了美国历史上规模最大的破产申请，总资产 6 390 亿美元，总负债 7 680 亿美元。[㊁]

第二块多米诺骨牌已经倒下，但它不会是最后一个。

美林

美林拥有庞大的零售经纪业务，这使得投资银行部门可以将承销的证券直接销售给经纪业务的客户，依靠这个优势，美林在华尔街逐渐凸显出来。1978 年，美林收购了怀特·韦尔德公司，巩固了美林的投资银行业务，并在 20 世纪最后 10 年与私人客户业务、销售交易业务一起发展起来。然而，和雷曼兄弟类似，由于对银行业的监管减少，美林也越来越依赖其自营业务，这项业务使得 2000 ~ 2006 年美林股票的年收益率超过了 13%（见图 C2-2）。与此同时，美林的杠杆率也在显著提升，从 2003 年的 19.2 倍上升至 2007 年的 39.3 倍（见图 C2-1 和表 C2-3）。

表 C2-3　1999 年以来美林的财务情况

年份	收入（100 万美元）	净利润（100 万美元）	净利润率（%）	每股收益（美元）
1999	34 586	2 887	8.3	3.11
2000	43 885	3 979	9.1	4.11
2001	38 232	-335	-0.9	-0.45
2002	27 368	1 708	6.2	1.77
2003	26 432	3 836	14.5	3.87
2004	31 165	4 436	14.2	4.38
2005	45 000	4 815	10.7	4.86
2006	64 500	7 097	11.0	7.18
2007	64 865	-8 637	-13.3	-10.73

㊀ Prince of Wall Street, "Goldman's Contrarian Move," April 7, 2008, https://www.istockanalyst.com/article/viewarticle+articleid_1692967.html (accessed November 10, 2008).

㊁ Drew G. L. Chapman, "Lehman Brothers Holdings, Inc.'s Bankruptcy Filing Raises Pressing Issues for Hedge Funds," DLA Piper Alternative Asset Management Alert, September 17, 2008, http://www.dlapiper.com/files/upload/Alternative_Asset_Management_Alert_Sep08.html (accessed November 4, 2008). Given the strict federal regulations for insolvent brokerage houses, Lehman's retail brokerage operations did not file, but continued business as usual while the firm sought an outside buyer.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

年份	总资产（100 万美元）	流动负债（100 万美元）	长期负债（100 万美元）	总负债（100 万美元）	股东权益（100 万美元）
1999	360 966	294 121	54 043	348 164	12 802
2000	474 709	386 182	70 223	456 405	18 304
2001	510 348	412 989	76 572	489 561	20 787
2002	533 021	427 227	81 713	508 940	24 081
2003	582 645	467 259	86 502	553 761	28 884
2004	750 703	596 728	122 605	719 333	31 370
2005	816 516	645 415	135 501	780 916	35 600
2006	1 026 512	802 261	185 213	987 474	39 038
2007	1 286 177	988 118	266 127	1 254 245	31 932

在 2006 年年末信贷扩张的顶峰时候，美林以 13 亿美元收购了第一富兰克林，次级个人住房抵押贷款的最大发起人之一。交易于 2007 年 1 月完成，这给美林带来了高达 700 多亿美元的住房抵押贷款类资产组合。㊀研究员对该交易持有不同的观点，有些认为，这将扩展美林的客户群，推动其业务的发展；另一些则认为，美林错过了信贷扩张期，以高价买入第一富兰克林，并且忽视了第一富兰克林带来的整合问题。㊁

问题最早出现在 2007 年夏，贝尔斯登的对冲基金宣布违约。作为基金的主要贷款人之一，美林获得了价值 8 亿美元的基金资产，随后开始了拍卖过程。美林成功出售了高级别资产，但是有毒的低级别资产却无人问津。随后，贝尔斯登拯救这些对冲基金的决定终止了资产拍卖过程，但是这次失败凸显出了美林所面对的巨大次贷风险暴露。㊂

此后不久，美林对外宣布在担保债务凭证和次级住房抵押贷款支持证券上损失 45 亿美元，后来又修正为 79 亿美元。随着公司信贷资产损失加剧，董事长兼首席执行官斯坦·奥尼尔错误地在未通知董事会的情况下批准与美联银行的可能并购。董事会解聘了奥尼尔，随后在 12 月任命纽约泛欧交易所首席执行官约翰·塞恩接替奥尼尔。美林宣布将对住房抵押贷款支持证券再减值 115 亿美元，担保债务凭证相关的对冲损失 26 亿美元。美林的股价从 2007 年的 89.37 美元高点暴跌 46% 至 48.57 美元。

由于急于止损，美林在前一年的夏天全球范围内缩减 1 100 个职位之后，又解雇了 2 900 名员工。2008 年第一季度美林又对住房抵押贷款类资产再减值 30.9 亿美元，第一季度季报并不能给已经受到贝尔斯登影响的市场带来一丝安慰。由于预期未来将继续减值 60 亿美元，穆迪重新

㊀ Merrill Lynch press release, "Merrill Lynch Announces Agreement to Acquire First Franklin from National City Corporation," September 5, 2006, http://www.ml.com/index.asp? id=7695_7696_8149_63464_70786_70780 (accessed November 4, 2008) and Gabriel Madway, "National City Completes First Franklin Sale to Merrill," *MarketWatch*, January 2, 2007, http://www.marketwatch.com/news/story/national-city-completes-first-franklin/story.aspx? guid=%7BB1E0DE9C-7FA0-48C3-98FF-6F43EA09D169%7D (accessed November 4, 2008).

㊁ Shaheen Pasha, "Merrill Strategy Threatened by Bad Loan Market," *CNNMoney.com*, February 21, 2007, http://money.cnn.com/2007/02/21/news/companies/merrill_acquisitions/index.htm (accessed November 4, 2008).

㊂ Ivy Schmerken, "Credit Crisis in Sub-Prime Mortgages Affects Hedge Funds Trading in Other Asset Classes," September 30, 2007, http://www.advancedtrading.com/ems-oms/showArticle.jhtml? articleID = 201805585 (accessed November 4, 2008).

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

评估美林长期债务以做降级准备。㊀

第二季度，问题仍在继续。美林因美国优先级担保债务凭证损失35亿美元，将与对冲有关的信用估值下调29亿美元。美林的投资组合也蒙受了17亿美元损失，个人住房抵押贷款的相关损失达13亿美元。在损失发生期间，塞恩为避免贝尔斯登的命运而选择筹措资金。2008年7月，美林将其持有的彭博有限合伙公司20%股权卖给彭博有限责任公司，获得44.25亿美元。同时，开始磋商出售金融数据服务公司的控制权，该公司在美林内部为共同基金、零售银行产品和其他财富管理服务提供支持。

在美林累计资产减值超过520亿美元时，来自彭博交易的资本注入也不能够保证美林仍能够独立地存活下去。更为麻烦的是，美林持有交易对手为美国国际集团这一陷入麻烦的保险巨头高达几十亿美元的信用违约互换，进一步恶化了美林的财务状况。9月初，雷曼兄弟已经走投无路，无法安然度过9月，美林显然也到了生死关头。为挽救股东的利益，塞恩进行了最后一搏，求助于美国银行首席执行官肯·刘易斯。

在1997年收购了总部位于旧金山的专业投资银行蒙哥马利证券，2004年对富利的收购中又合并了罗伯逊·斯蒂芬的剩余部分，至此，美国银行的投资银行业务也才跻身二流水平。尽管有些业务优势突出，如医疗、房地产、债券承销和私募股权融资产品等，美国银行努力吸引一流人才，与华尔街投资银行领导集团竞争。到了2008年，美国银行开始缩减投资银行业务，受住房抵押贷款类资产减值影响，解雇了1 100名员工。刘易斯在2007年发表评论称他已经“在投资银行获得了所有我能够享受的乐趣”。这番评论使人们认为该银行已经无法实现创立投资银行品牌的承诺，也使得资历较浅的投资银行家对公司前景十分悲观。㊁

然而，美林的出现成了被刘易斯所说的“一生中的战略机遇”。就在雷曼兄弟宣告破产的那个周末，美国银行和美林的会谈加速了。美国银行同意出资500亿美元收购美林，虽然出价还不及美林在2007年巅峰时市值的一半。这次交易使美国银行投资银行部的规模扩充到以前的2倍以上，产生了华尔街最大的零售经纪商，但大大提高了美国银行在住房抵押贷款支持证券上的风险暴露。标准普尔马上将美国银行的长期信用评级由AA下调至AA－，评级展望下调为“负面”。

此时，还有两家投资银行。

高盛和摩根士丹利

与其同行不同，高盛避免了对住房抵押贷款类证券的过度风险暴露，并且对个人住房抵押贷款和杠杆贷款进行20亿美元的资产减值。观察人士对高盛在史上最具灾难性的市场环境中做到滴水不漏深表怀疑。“我不知道该怎么想；这好到难以置信，”来自特里尼蒂基金的罗伯特说，“我不知道他们是如何避免其他投资银行面临的各种问题的。没有人会那么棒、那么聪明、那么

㊀ Louise Story, “At Merrill, Write-Downs and More Layoffs,” *New York Times*, April 18, 2008, http://www.nytimes.com/2008/04/18/business/18merrill.html (accessed November 4, 2008).

㊁ “Will BofA Retreat From Investment Banking?” October 18, 2007, http://dealbook.blogs.nytimes.com/2007/10/18/will-bofa-retreat-from-investment-banking (accessed November 9, 2008).

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

幸运。”㊀

2008 年夏天，高盛的杠杆贷款从 6 个月前的 520 亿美元减少到 140 亿美元，同期，个人和商业房地产投资减少了 64 亿美元。然而，公司无法避免利润的缩减。由于自营业务的亏损，2008 年第四季度，高盛出现了历史上的首次亏损（见表 C2-4）。

表 C2-4　1999 年以来高盛的财务情况

年份	收入（100 万美元）	净利润（100 万美元）	净利润率（%）	每股收益（美元）
1999	25 363	2 708	10.7	5.57
2000	33 000	3 067	9.3	6.00
2001	31 138	2 310	7.4	4.26
2002	22 854	2 114	9.3	4.03
2003	23 623	3 005	12.7	5.87
2004	29 839	4 553	15.3	8.92
2005	43 391	5 626	13.0	11.21
2006	69 353	9 537	13.8	19.69
2007	87 968	11 599	13.2	24.73

年份	总资产（100 万美元）	流动负债（100 万美元）	长期负债（100 万美元）	总负债（100 万美元）	股东权益（100 万美元）
1999	271 443	240 346	20 952	261 298	10 145
2000	315 805	267 880	31 395	299 275	16 530
2001	343 234	293 987	31 016	325 003	18 231
2002	394 285	336 571	38 711	375 282	19 003
2003	461 281	382 167	57 482	439 649	21 632
2004	612 075	506 300	80 696	586 996	25 079
2005	806 811	678 802	100 007	778 809	28 002
2006	987 177	802 415	148 976	951 391	35 786
2007	1 317 270	1 076 996	197 474	1 274 470	42 800

与此同时，根据《格拉斯－斯蒂格尔法案》于 1938 年从 JP 摩根剥离出来的投资银行业务而成立的摩根士丹利，由于不断蔓延的信贷危机而陷入麻烦（见表 C2-5）。截至 2007 年第四季度，公司对住房抵押贷款类证券的减值达 103 亿美元，仅次于美林、花旗集团和瑞银。首席执行官麦晋桁称该结果“令人尴尬”，并解雇了联席总裁佐伊·克鲁兹。2007 年 12 月，摩根士丹利决定追随花旗集团和瑞银，从外国主权财富基金筹集资本以获得流动性。此前，花旗集团出售价值 75 亿美元的股权给阿布扎比基金，瑞银出售 115 亿美元的股权给新加坡基金。摩根士丹利以 50 亿美元的价格出售了 9% 的付息可转换优先股（大约相当于公司 9.9% 的股权）给中国投资有限责任公司。㊁

㊀ Joseph A. Giannone, “Goldman Earnings Fall By Half, Yet Beat Views,” Reuters News, March 18, 2008, http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSWNAS527620080318 (accessed November 9, 2008).

㊁ John Spence, “Morgan Stanley Write-Downs Grow by $5.7 Billion,” *MarketWatch*, December 19, 2007, http://www.marketwatch.com/news/story/morgan-stanley-sets-57-bln/story.aspx? guid =%7BA49D1DF8-A341-409C-9574-E035AF79EFC9%7D (accessed November 10, 2008).

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 C2-5　1999 年以来摩根士丹利的财务情况

年份	收入（100 万美元）	净利润（100 万美元）	净利润率（%）	每股收益（美元）
1999	34 343	4 791	14.0	4.10
2000	44 593	5 484	12.3	4.73
2001	43 333	3 630	8.4	3.16
2002	32 449	3 086	9.5	2.70
2003	34 550	4 174	12.1	3.66
2004	39 017	4 634	11.9	4.15
2005	46 581	4 532	9.7	4.20
2006	70 151	6 335	9.0	5.99
2007	84 120	2 563	3.0	2.37

年份	总资产（100 万美元）	流动负债（100 万美元）	长期负债（100 万美元）	总负债（100 万美元）	股东权益（100 万美元）
1999	385 240	349 953	29 004	378 957	6 283
2000	452 240	402 008	42 451	444 459	7 781
2001	521 249	461 912	50 878	512 790	8 459
2002	572 927	507 614	56 371	563 985	8 942
2003	659 560	577 976	68 410	646 386	13 174
2004	829 334	719 128	95 286	814 414	14 920
2005	996 600	869 341	110 465	979 806	16 794
2006	1 248 902	1 085 828	144 978	1 230 806	18 096
2007	1 227 254	1 014 140	190 624	1 204 764	22 490

2008 年 9 月雷曼兄弟宣告破产以后，摩根士丹利和高盛都面临巨大压力，因为投资者认为此次信贷危机说明 20 倍以上的杠杆率是不可靠的。雷曼兄弟向美国证券交易委员会提出申请一周后，两家公司都宣布将改组为银行控股公司。这一举措意味着投资银行将首次成为受美联储、联邦存款保险公司以及州或联邦银行监管机构监管的吸收存款机构，并且要详细披露其资产负债表。9 月 23 日，伯克希尔－哈撒韦宣布购买高盛 50 亿美元的永久性优先股（价格为 10% 的股息加上执行价格为 115 美元购买 50 亿美元高盛普通股的认股权证）。次日，高盛公开发行 50 亿美元的股票。尽管高盛对回购的依赖度较低（回购仅占其资产负债表融资总额的 14.8%），而且对住房抵押贷款支持证券的风险暴露也有限，但是由于其持有证券的价格下跌和并购活动的减少，迫使高盛也解雇了 3 200 名员工。[⊖]

与花旗集团和美国银行等竞争对手取得国家银行特许经营权不同，高盛向纽约州申请州银行特许经营权。（同时，摩根士丹利申请国家银行特许经营权。）高盛还获得了联邦政府 2008 年 10 月通过的 7 000 亿美元财政救助中的 100 亿美元（与摩根士丹利等额）。对美国国际集团的救助也使高盛从中受益，因为这家保险公司得以偿还高盛所持有的债券。摩根士丹利获得了三菱日联金融集团 90 亿美元的投资，后者购买了摩根士丹利的普通股和永久性非累计可转换优先股。摩根士丹利和高盛均宣布计划开展存款业务，实质上成为拥有多样化投资银行业务的商业银行。

⊖ Prince of Wall Street, "Goldman's Contrarian Move."

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

2008 年年末，投资银行业的格局发生了戏剧性的变化。尽管投资银行客户仍然需要顾问服务、承销服务、销售和交易服务，杠杆率曾达 30 倍的专业型投资银行的时代终结了，短短的 6 个月内，贝尔斯登已经成为摩根大通的一部分，雷曼兄弟申请了破产保护，美林被美国银行兼并，高盛和摩根士丹利转型为银行控股公司。由于对杠杆率的限制和监管导致的冒险性减少，高盛和摩根士丹利要保持之前的权益收益率将面临挑战，它们有可能成为与主要竞争对手一样的公司，如摩根大通、花旗集团、美国银行、瑞信、德意志银行和瑞银。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

自由港麦克莫伦铜金矿公司：并购融资

2006年11月19日的一篇新闻稿宣布了美国自由港麦克莫伦铜金矿公司（纽约证券交易所代码：FCX）对菲尔普斯·道奇公司的收购，这桩交易将造就世界上最大的铜业上市公司。FCX的首席执行官理查德·艾克森说道："这桩收购在财务方面对股东极具吸引力，交易将带来以下好处：公司会增加大量的现金流、降低资本成本、改善资产和地域的多样化。"[一]新的FCX会继续投资于具有高收益率的未来成长机会，并积极运用合并后新企业的自由现金流来减少并购过程中产生的负债。该篇新闻稿还提到"FCX已经收到了摩根大通和美林的融资承诺"。公开宣布是两家投资银行数周"内部"工作的高潮，不过也是它们的销售与交易部一系列"外部"工作的开始。

金属热潮

在宣布收购时，FCX将自己描述为"在印度尼西亚进行铜矿、金矿和银矿的勘探、开发、开采和加工，在西班牙和印度尼西亚集中进行铜的冶炼和精炼"。[二]而菲尔普斯·道奇公司则是"世界上领先的铜和钼的生产商之一，而且是世界上最大的钼基化学品和连续浇铸铜杆生产商"。[三]由于中国等新兴国家对铜的需求快速增长（见图C3-1），铜价经历了一轮前所未有的上涨，而FCX和菲尔普斯·道奇公司的合并正是发生在这个大背景下，并造就了世界上最大的铜业上市公司。

在经历了采矿业的一系列纷杂的并购事件后，两家公司才最终走到一起。就在几个月前，也就是2006年6月，菲尔普斯·道奇公司宣布了一项价值560亿美元的三方合并交易，合并方分别为该公司和另外两家加拿大的矿业公司：英可公司和鹰桥公司。[四]在当时，这桩合并交易将造就世界上最大的镍生产商和最大的铜业上市公司。菲尔普斯·道奇公司的首席执行官史蒂夫·韦斯勒在宣布合并的时候做了如下声明：

> 这桩交易代表了在快速整合的行业中建立一个基于北美市场的全球领先生产商的独特机会，北美市场是世界上层次最深且最具有流动性的市场。合并后的公司拥有行业中最优的开发项目群、规模效应和先进的管理经验，这将使新公司朝着更成功的方向迈进。新公司有足够大的规模

[一] FCX company press release, November 19, 2006.
[二] Ibid.
[三] Ibid.
[四] Phelps Dodge company press release, June 26, 2006.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

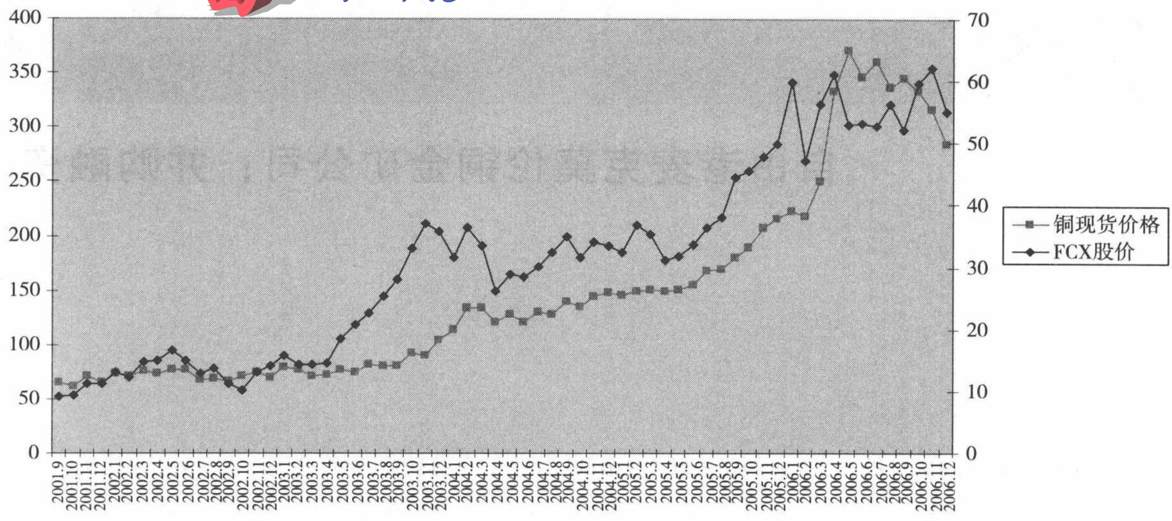


图 C3-1 铜现货价格和 FCX 股价走势（2001 年 9 月 ~2006 年 12 月）

资料来源：NYMEX COMEX data；FCX historical prices.

和多样化，使我们可以进行周期化管理，保持稳定盈利，并增加股东收益。同时，在整个商业周期中，我们将致力于维持公司的投资级信用评级。㊀

菲尔普斯·道奇公司的公告发布几个月后，鹰桥公司实施“毒丸”计划，以阻止瑞士矿业巨头斯特拉塔公司对自己的收购。当时，斯特拉塔公司已累计持有鹰桥公司20%以上的股份。㊁

最终，由于斯特拉塔公司提高了收购价格，鹰桥公司的董事会接受了出价，㊂并拒绝了菲尔普斯·道奇和英可公司，三方合并计划宣告终止。㊃

斯特拉塔公司收购鹰桥公司之后，巴西矿业公司淡水河谷公司（CVRD）提出了以每股 86 美元的价格全额现金收购英可公司的要约。而菲尔普斯·道奇公司则提出以每股 86.89 美元，部分股权支付的方式收购英可公司。虽然淡水河谷公司的出价要稍低一些，但是分析人士认为投资者应该更青睐于全额现金收购方案。㊄到 9 月初，菲尔普斯·道奇公司和英可公司决定分道扬镳，不久后，淡水河谷公司宣布成功收购英可公司。㊅两次并购交易失败后，分析人士预测菲尔普斯·道奇公司“在席卷全球采矿业的交易狂潮中，可能很快会由收购方转变为被收购的目标公司”。㊆

菲尔普斯·道奇公司宣布与英可公司的合并终止后，韦斯勒说道：

我们对菲尔普斯·道奇公司的前景是非常乐观的。铜和钼的市场基础非常好，在当前的市场价格下，公司正在创造大量的现金流。过去的几个月中，管理层把主要精力放在为股东创造长期价值上，审慎地管理资产负债表，并在这个周期性的行业中努力维持投资级信用评级。非常遗憾，我们提出的三方合并方案最终没有执行，但是菲尔普斯·道奇公司的前景是十分乐观的。㊇

㊀ Phelps Dodge company press release, June 26, 2006.
㊁ “Falconbridge Protects Against ‘Creeping Takeover’ by Xstrata,” *Metal Bulletin*, September 23, 2005.
㊂ “Falconbridge Gets $52.50-Per-Share Offer from Xstrata,” *Stockwatch*, May 17, 2006.
㊃ “Falconbridge Yields to Xstrata,” *Steel Business Briefing*, August 11, 2006.
㊄ “In the Battle to Control Inco, CVRD Looks Ready to Rumble,” *American Metal Market*, August 11, 2006.
㊅ “Phelps Leaves CVRD as Sole Bidder for Inco,” *Financial Times*, September 6, 2006.
㊆ Ibid.
㊇ Phelps Dodge company press release, September 5, 2006.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

走进自由港麦克莫伦铜金矿公司

2006年11月19日，FCX和菲尔普斯·道奇公司签署了最终的合并协议。FCX以合计259亿美元的现金加股票收购比其规模更大的菲尔普斯·道奇公司。联合发布的新闻稿公布了如下交易细节：

FCX将以现金加FCX的普通股来收购菲尔普斯·道奇公司所有发行在外的普通股，折合成菲尔普斯·道奇公司的股价为每股126.46美元，FCX的股价则以2006年11月17日的收盘价计算。菲尔普斯·道奇公司的股东可以得到每股88美元的现金加0.67股FCX股票。这个价格相当于菲尔普斯·道奇公司2006年11月17日收盘价的133%，也相当于该日前一个月平均股价的129%。

现金部分为180亿美元，占交易总额的70%。另外，FCX将向菲尔普斯·道奇公司支付1.37亿股股票。在股票稀释后，菲尔普斯·道奇公司的股东将拥有合并后公司38%的股份。

FCX和菲尔普斯·道奇公司的董事会都一致批准了该协议的条款，而且建议所有的股东能够同意该桩交易。这桩交易需要得到FCX和菲尔普斯·道奇公司的股东和监管部门的批准，并且要满足通常的成交条件。该交易预计将在2007年第一季度末完成。

FCX已收到来自摩根大通和美林的融资承诺，将提供完成交易所需的现金。交易生效后，估计截至2006年12月31日，总负债额约为176亿美元，净现金约为150亿美元。[1]

合并宣布后，华尔街研究员的最初反应各不相同（见图C3-2和图C3-3的股价表现）：

我们认为这桩交易对两家公司都有利。自由港公司基本上是一个单一的矿业公司，主要资产位于印度尼西亚，这些资产具有较长的寿命，但是成长机会有限。菲尔普斯·道奇公司的经营基地在地理上分布广泛，而且具有较好的成长性，目标是到2009年产出增加20%，但是其储备资源的寿命相对于自由港公司要短一些。所以，对于自由港公司来说，这桩交易增加了公司的经营风险，同时也给公司带来了增长机会。我们认为这桩交易也凸显了全球铜储量的稀缺性，行业整合通过一家大的生产商收购另一家生产商来进行，而不是建设更大型的铜矿。[2]

这桩交易有几个积极的方面：①改善成本状况（相对于菲尔普斯·道奇公司单独的状况）；②长期的资源储备；③地理分布的多元化；④具有吸引力的增长模式；⑤增加了管理的深度。而且这桩交易也不涉及反垄断的问题。特别是对菲尔普斯·道奇公司的股东而言，周五收盘价33%的溢价以及首席执行官史蒂夫·韦斯勒从合并后的公司离开是他们乐于接受的结果，因为之前与两大镍生产商合并的计划均以失败告终。对于FCX，我们觉得它更像资产的出售方，而不是资产的收购方。[3]

我们认为有三分之一的可能性是自由港公司像公告那样收购菲尔普斯·道奇公司。还有三分之二的可能性是自由港公司收到7.5亿美元的交易终止费。这桩交易对FCX来说很有利，所以很容易吸引更高的报价。[4]

㊀ FCX company press release, November 19, 2006.
㊁ Credit Suisse Equity Research, November 20, 2006.
㊂ Bear Stearns Equity Research, November 20, 2006.
㊃ Prudential Equity Research, November 21, 2006.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

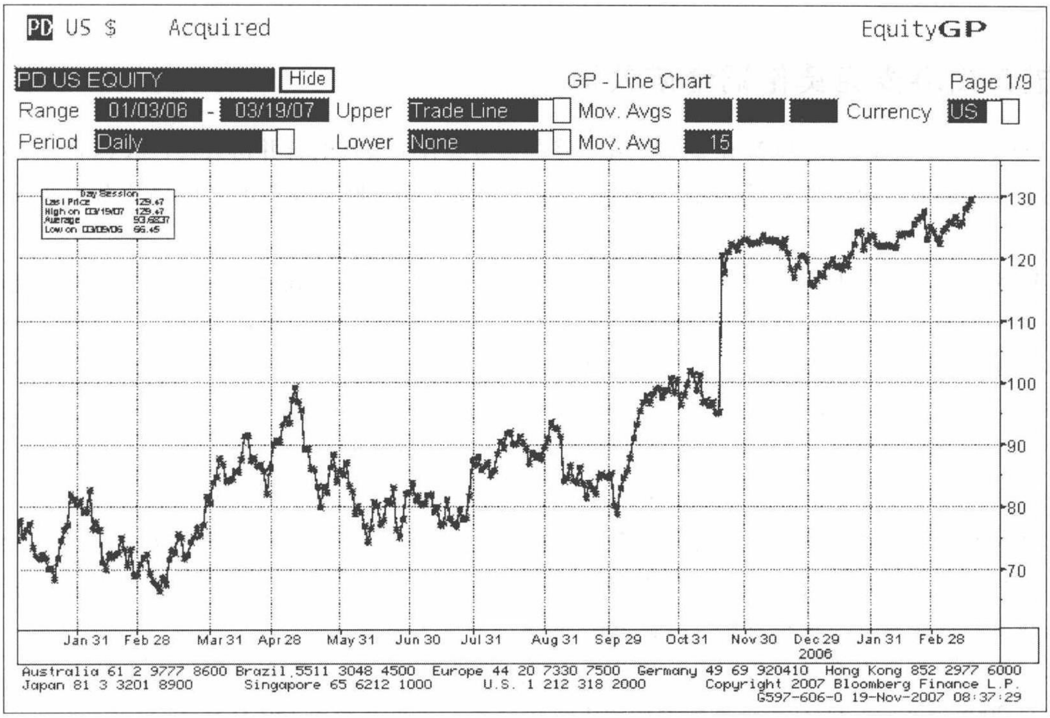


图 C3-2 菲尔普斯·道奇公司股价走势（2006 年 1 月 3 日 ~2007 年 3 月 19 日）

资料来源：Bloomberg.

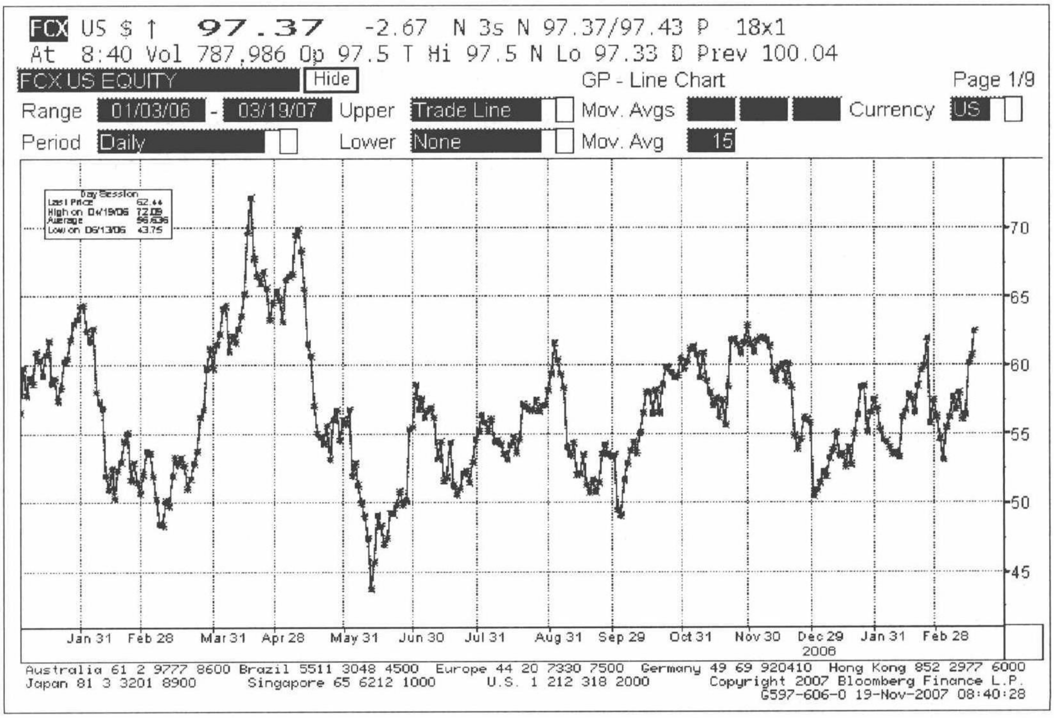


图 C3-3 FCX 的股价走势（2006 年 1 月 3 日 ~2007 年 3 月 19 日）

资料来源：Bloomberg.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

两家公司公布联合新闻稿后，股东最终于2007年3月14日批准了这桩交易，并批准了公布的协议条款。[一]不过，FCX如果要收购比自己规模更大的菲尔普斯·道奇公司仍须在并购融资方面做大量的工作。此次融资的第一步是，摩根大通和美林在并购批准前联合承诺的60亿美元的过桥贷款。FCX在3月15日宣布，在对菲尔普斯·道奇公司的收购中，债务融资总额为175亿美元，其中包括由公开债务市场提供的60亿美元的高收益优先级票据（只有当公开债务市场发行失败时，过桥贷款才会生效）和100亿美元优先级担保定期贷款。此外，还包括15亿美元优先级担保循环贷款，可以在交易完成前使用。[二]摩根大通和美林联合承销票据的发行，并联合提供定期贷款及循环贷款。最后，3月19日，收购菲尔普斯·道奇公司的交易结束后，FCX宣布公开发行普通股和可转换优先股。最初的新闻稿指出，以每股100美元的价格发行大约3500万股普通股和1 000万股强制可转换优先股。[三]两笔权益交易的募集资金预计为50亿美元。市场对上述融资活动反应是正面的，所以FCX的股价在一天之内涨了将近3%，而当天标准普尔500指数只涨了1%。至少有一名华尔街研究员把前景描绘得十分乐观：

管理层清楚地传达了其进行权益交易的意图。而且，交易的规模也符合我们之前的预期。虽然稀释现有股东的权益不是很好的做法，但是我们认为这桩交易在减少融资风险方面做得相当不错。我们估计权益交易的组合和以当前铜价计算的自由现金流有可能减少FCX50亿美元债务的负担，也就是这桩交易160亿美元债务总额的31%，随着时间的推移，债务减少的幅度会越来越大。[四]

FCX的两笔权益交易（普通股和强制可转换优先股）都是由摩根大通和美林作为联席账簿管理人。两家机构平均分享佣金和排行榜计分。每季度，主要投资银行承销各类证券（包括债务、权益、可转换债券等）的募集资金排名将会被公布出来。2007年第一季度末，摩根大通在美国发行可转换证券的募集资金排名第一，市场份额占比达到23.9%，可转换证券发行募集资金达60亿美元。美林在2007年第一季度末对美国可转换证券募集资金的统计中，排名第三，募集资金约为40亿美元，市场份额占比为15.8%。2007年第一季度普通股承销排名中，摩根大通排名第一，募集资金超过51亿美元，市场份额占比达16.2%；美林排名第二，募集资金超过43亿美元，市场份额占比为13.7%。[五]

投资银行的角色

围绕FCX所进行的一系列活动，从并购顾问到债务和权益的承销，有一个主题是不变的：即摩根大通和美林参与了其中的每一步。通常，当一家公司需要财务顾问或协助时，会在几家投资银行之间进行选择，并让每家机构出示其资质证明、初步的估值和对投资者需求的判断。刚开始公司可能出于种种原因选择一家投资银行，但是随着时间的推移，公司通常会侧重于已有的合作关系，同时还会考虑到一些其他的因素，如执行力、独立研究能力以及排行榜的排名。在这个案

㊀ FCX press release, March 14, 2007.
㊁ FCX press release, March 15, 2007.
㊂ FCX press release, March 19, 2007.
㊃ Credit Suisse Equity Research, March 19, 2007.
㊄ Thomson Equity Capital Markets Review, First Quarter 2007.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

例中，FCX 同摩根大通和美林都建立起了很稳固的合作关系，并且对两家机构在并购顾问和承销方面十分信任。

投资银行通常讲到信息“防火墙”的两侧。投资银行的客户关系、并购以及资本市场团队要对尽职调查和估值工作负责，所以他们所接触到的信息具有保密性，他们被看成防火墙内部一侧的人员。通常，投资银行的销售与交易团队则是在防火墙的外部一侧，是站在公开市场这一面，他们为投资者服务，而且拥有的信息也仅限于公开市场上可得到的。如果投资银行要公布一项并购或融资的新闻稿，一般来说，第一时间听到这个消息的会是自己的销售与交易团队人员。

防火墙内部

在关于并购交易的公告公布之前，摩根大通和美林的客户关系团队会积极地协调从并购到融资的各项工作。两家投资银行的金属采矿行业客户关系团队首先负责了解 FCX 的总体需求和优先考虑事项。之后，两家银行的并购团队负责对公司在并购估值、现金和股权比例、并购时机以及股东的可能反应做出建议。杠杆融资团队负责分析向公司做出的过桥融资承诺（已经成功向机构投资者发行高收益票据，则融资承诺可以不必履行）。对于 FCX 来说，过桥贷款具有特别重要的意义，它确保 FCX 有足够的资金来收购菲尔普斯·道奇公司。摩根大通和美林的权益资本市场团队负责权益发行的各项事宜：建议公司确定最优发行结构、发行规模、发行价格和发行时机（基本功能），还要与机构权益销售部门的同事一起确定投资者潜在的兴趣（配售功能）。

投资银行和 FCX 需要根据预期的信用评级确定一个固定的融资结构。实际上，在选择最优融资工具之前，FCX 首先要做的是确定最优资本结构和可接受的权益稀释程度。评级顾问专家来自摩根大通的债务资本市场团队，他们负责对公司在信用评级过程中进行建议，并会根据所选的资本结构对评级结果做出预测。关于融资条款和条件，以及定价的所有信息都会反馈到两家投资银行的并购团队那里，之后，并购团队会评估这些信息对每股收益、预期估值和投资者可能反应的影响。

投资银行在对客户进行建议和执行交易时必须考虑到几种形式的风险。资本风险是与银行的并购融资承诺相关的一种财务风险。如果银行承诺提供一笔贷款，它将承担相当大的风险。大银行通常选择将 90% 的贷款转移给由银行和基金组成的银团来分散资本风险。但是，对于无法转移的债务，银行要自留。2007 年上半年，在私募股权投资机构进行并购时，银行向其提供的贷款总额超过 3500 亿美元。从 2007 年年中开始，住房抵押贷款支持证券市场发生严重错位，银团很难再提供贷款，便产生了庞大的无法预料的风险头寸，导致了数十亿美元损失（见专栏 C3-1）。银行会预留一部分资金（通常是投资于无风险证券），总额与其在承销和贷款承诺中所承担的风险头寸相当。信誉风险则不太容易注意，但是也非常重要。这一风险来源于投资银行所服务的公司，如果该公司发生重大的问题，会导致投资银行的信誉也连带受损。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 C3-1

银行在过桥贷款上是否走得太远？随着杠杆收购风险的上升，投资者开始退却；来自海外的警告

作者：Robin Sidel，Valerie Bauerlein，Carrick Mollenkamp

美国最大的几家金融机构在过去一年中，一直以资本市场获得的丰厚利润来抵消零售银行业务的不景气。而现在，这一滚滚财源可能正在枯竭。

债务市场突遇困境预计会损害美国各大银行的利润，因为债务市场是杠杆收购在全球范围大行其道的主要资金来源。杠杆收购是指私募股权投资机构通过举债来收购上市公司，并由被收购公司承担债务。一些新的融资技术随着杠杆收购应运而生，它们给银行带来了大量财富，但也使银行承担了更大风险。

摩根大通、花旗集团和美国银行这几家提供杠杆贷款的最大机构除面临上述的债务市场吸引力今不如昔外，还遇到了另外一些难题。当前诡谲的利率环境降低了发放贷款的收益，住房抵押贷款和房屋净值贷款增速放缓，各金融机构为吸收存款而展开的竞争进一步加剧，而高风险次贷危机对银行造成的后果目前还未全部显现。

晨星公司驻芝加哥的银行业研究员伽尼什·拉瑟纳姆说，银行倒还不至于“亏损，只是赚的钱不如以前多了”。

由于各银行竞相向杠杆收购提供融资，它们自身承担的风险也不断增加。虽然这些风险通常大部分会转嫁给投资者，但就像美国食品服务公司发行债券未获投资者踊跃认购这件事所反映的，这种情况下银行只能自己承担包袱。

在美国，所谓的“低门槛贷款”在第一季度发放的杠杆贷款中占26%左右，而欧洲的这一比例只有4.6%。不过美国银行的研究显示，欧洲的这一比例今年3月份开始大幅上升。美国银行本周早些时候发表的研究报告称，“低门槛贷款”削弱了银行根据协议所享受的融资保护，它是各银行竞相向客户提供杠杆融资所造成的后果，这种局面降低了对借款人的要求，而通常情况下银行是要逐季审核客户的贷款资格的。

监管机构对权益过桥贷款尤感担忧，这是一种私募股权投资机构要求银行为某些交易提供的临时贷款。这种贷款的利率很高，贷款期限从3个月到24个月不等，一旦私募股权投资机构成功发行了垃圾债券，它们就向银行偿还这笔贷款。

路透提供的数据显示，今年迄今为止，美国的银行共向杠杆收购交易提供了333.8亿美元的过桥贷款，比上一年同期的128.7亿美元增加了一倍以上。这是20年前那轮杠杆收购热潮过后的最高水平，1988年的过桥贷款发放额曾高达481.4亿美元。

在各银行中，花旗集团、德意志银行和摩根大通今年为杠杆收购提供的过桥贷款最多。

政府监管机构希望重新评估其2001年制定的杠杆贷款监管原则，以确定它是否已经过时。由于银行那时将大多数杠杆贷款在资产负债表上列为自己的债权，因此监管机构当时的主要任务是提醒银行不仅要考虑借债人的付息能力，还要考虑其还本能力。而银行现在通常将它们的杠杆贷款债权出售给机构投资者，因此监管机构认为或许需要制定新的监管标准。现在对银行

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

而言，对借款人还债能力的关注可能降低了，而对自己出售给投资者的债权成为坏账而使自己承受的“信誉风险”则更关注了，如果发生这种不利情况，银行很可能无法继续将债权销售出去，只能使放出的贷款停留在自己的资产负债表上。

国际清算银行本月发表的一份报告称：“银行向方兴未艾的企业并购交易提供的过桥权益和过桥贷款越来越多不是一个好现象。”该报告还说：“人们有理由担心，不管有意还是无意，银行的资产负债表背上了沉重的信用风险。”

资料来源：Wall Street Journal，June 28，2007.

防火墙外部

2006年11月19日，自由港公司通过新闻专线服务在一篇正式的新闻稿中宣布收购菲尔普斯·道奇公司。

当FCX与菲尔普斯·道奇公司的收购协议签订以后，投资银行的重点马上转移到解除过桥贷款，从而融到交易所需的资金。在这个过程中，还要与信用评级机构进行协调，确保为即将发行的债券获得最高评级。2007年2月28日，标准普尔将FCX已经发行的2014年到期的优先级债务的评级从B+级提高至B++级。4月4日，该评级被提高至BBB-级。2个月后，也就是6月7日，FCX的债务评级再次被提高，达到BBB级。同样，穆迪在2006年11月20日将FCX评为积极关注。之后，在2007年2月26日，穆迪又将其评级从B1级调高至Ba2级；到3月27日，又调高至Baa3级。信用级别的提高，既因为通过发行普通股和可转换证券筹集了超过50亿美元的资金，还因为并购产生的现金流显著提高（见表C3-1）。[⊖]

表C3-1 债券评级

日期	评级机构	评级变化
2006.11.20	穆迪	正面展望
2007.2.26	穆迪	B1～Ba2
2007.2.28	标准普尔	B+～BB+
2007.3.27	穆迪	Ba2～Baa3
2007.4.4	标准普尔	BB+～BBB-
2007.6.7	标准普尔	BBB-～BBB

资料来源：Bloomberg.

当所有的债务相关交易结束后，FCX和菲尔普斯·道奇公司的并购就宣告完成。之后，权益及权益相关的融资就开始了。

权益及可转换证券的发行

投资银行的机构销售员负责向共同基金、对冲基金、养老金和保险公司这样的大型资产管理

⊖ Bloomberg.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

机构的研究员和投资组合经理介绍投资机会。他们的投资建议来自于多种途径，包括机构的权益研究员所做的研究。资产管理机构并不为投资银行的投资建议付费，而是为其所执行的大规模交易支付佣金。这个过程既是一门科学也是一门艺术。通常，机构管理人会定期投票对投资银行进行排名，而且会根据这个排名分配下一阶段的佣金。

FCX 发行权益和可转换证券的意向刚一宣布，摩根大通的机构销售团队就到金属采矿行业研究员那里去听取专业意见。由于摩根大通是自由港公司并购交易的顾问，它的权益研究员在提供 FCX 的股票投资意见时会受到限制。不过，他们可以向机构销售团队就权益和可转换证券的发行和资金用途进行概述，而且可以回答销售员对于这方面的相关问题。之后，销售团队有机会听取 FCX 的管理层关于收购菲尔普斯·道奇公司以及融资方案选择的理由。总之，这些会谈为销售团队与资产管理机构客户沟通发行相关细节提供了所需的足够信息。

FCX 的管理团队也会参与投资者路演：面向机构投资者的一系列会议，说明公司当前的财务状况和经营活动。在首次公开发行中，路演通常持续一到两周，公司在这期间向新投资者介绍公司的情况。在增发（已上市公司继续在资本市场上筹集资金）和可转换证券发行中，路演不是必需的过程，是否进行路演取决于该公司的知名度。在本案例中，FCX 在并购公告后进行过一次非交易性路演，向投资者说明了交易情况，所以在权益和可转换证券发行中仅仅安排了有限的路演。

3 月 20 日（周二），也就是并购完成公告后的第二天，权益和可转换证券发行的联合路演开始进行。3 天内，摩根大通和美林的销售团队在多个城市安排了一系列会议，路演还邀请了投资银行团队的一名成员和公司的几名高管参加。由于时间有限和投资者与会热情高涨，销售团队需要和资本市场承销团队一起决定约见哪些投资者。确定约见的投资者基于若干因素，如投资者的规模大小、与公司的关系如何、之前对此次发行的兴趣大小，目前持股情况当然也是一个重要的考虑因素。

在此期间，销售团队会跟机构投资者就权益和可转换证券的发行进行一系列沟通，然后向承销团队反馈信息，后者会持续关注此次发行的投资者热情和市场敏感度。承销团队会与公司的管理团队就反馈过程中出现的问题进行沟通。这种反馈机制对于发现合理的发行价格是十分重要的，因为承销团队负责制定发行价格。由于股票已经在市场上进行交易，所以价格发现过程是透明的。不过，关键问题在于在进行最后一笔股票交易或确定定价那一天的股票收盘价格基础上，如何确定一个折扣（如果有的话）。一些投资者给出限制性指令，即他们所愿意支付的最高价格，还有一些投资者愿意跟随市场报价，即发行时市场出清的价格。这将影响最终的定价决定，虽然市场报价会更好些，但无论是投资银行还是公司都不愿拒绝大的、重要的投资者的报价。

至于可转换证券的发行，其定价则依据与目标股票相联系的息票价值和转换溢价。与普通股交易类似，权益资本市场承销团队会调查投资者需求，并且对有投资意向的机构进行询价。对于可转换证券的需求一半来自于可转换证券套利对冲基金，另一半来自于传统的共同基金或专门的可转换证券基金。在规模较小的交易和没有强制转换规定的可转换证券中，利益分配往往向可转换证券套利基金倾斜。当具有套利机会时，可转换证券套利基金会购买可转换证券，同时卖空普通股来进行套利。虽然公司会担心投资者大量卖空公司的股票，不过可转换证券套利基金具有以下优点：①来自可转换证券套利基金的增量需求会使公司在发行可转换证券时定价更高一些（即

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

融资成本更低）；②这种增量需求也会使可转换证券更具市场流动性，从而更吸引传统的长线投资者。

强制可转换优先股

FCX 的可转换证券要在 3 年内强制转换为预先规定数量的公司普通股。所以，评级机构评价这笔可转换证券交易具有 90% 的权益内容（见专栏 C3-2 和图 C3-4）。对于传统的具有选择权的可转换证券，评级机构通常不会将其评为权益交易，实际上，可转换证券在转换成普通股之前（当普通股的价值超过原始证券的价值时，投资者会执行转换）更像是债券。由于 FCX 采用了强制可转换证券结构，其信用评级迅速增加，正如之前讨论的那样。普通股和可转换证券的共同发行使可转换证券套利基金更易于在市场上借入并卖空 FCX 的普通股，这增加了可转换证券的需求，也使其定价更高一些。

专栏 C3-2

可转换优先股发行的部分条款

发行人：自由港麦克莫伦铜金矿公司

发行的证券：2 500 万股股息率为 6.75% 的强制可转换优先股（如果承销商充分行使超额配售选择权，则为 2 875 万股），在本招股书中称之为“强制可转换优先股”。

首次发行价格：每股强制可转换优先股价格为 100 美元。

强制可转换优先股的超额配售选择权：当承销商销售的强制可转换优先股数量超过 2 500 万股时，在本招股书公布的 30 天内，承销商可以选择是否再以初始发行价格、更低的承销折扣和佣金额外购买不超过 375 万股强制可转换优先股，以满足市场需求。

股息：该强制可转换优先股每年向投资者按 6.75% 的股息率派发股息。股息从优先股发行之日起累计计算，在法定付息日和公司董事会或公司董事会相关授权委员会宣布发放股息时，公司会在股息支付日向投资者发放现金股息或者具有一定限制的普通股。预计第一个股息发放日时每股将发放 2.306 25 美元的股息，在随后的每个股息发放日每股发放 1.687 5 美元的股息。更多细节参见“强制可转换优先股——股息”。

股息支付日：从 2007 年 8 月 1 日开始到强制转换日之前，每年的 2 月 1 日、5 月 1 日、8 月 1 日和 11 月 1 日，还有强制转换日当日。

赎回：该强制可转换优先股是不可赎回的。

强制转换日：2010 年 5 月 1 日。

强制转换：在强制转换日，每股强制可转换优先股会自动根据转换率转换为普通股。持有强制可转换优先股的投资者会在强制转换日收到尚未支付的股息，包括所有强制可转换日之前累积应计未支付的股息。不管之前有没有宣布，该支付的股息都会在强制转换日一并付清。

转换率：强制可转换优先股的转换率在每股转换为 1.632 7 股普通股和每股转换为 1.360 5 股普通股之间，取决于普通股的适用市场价值。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

普通股的适用市场价值是强制可转换日之前的第三个交易日之前的连续20个交易日的普通股收盘价的平均值。

下表说明了适用市场价值和转换率之间的关系。

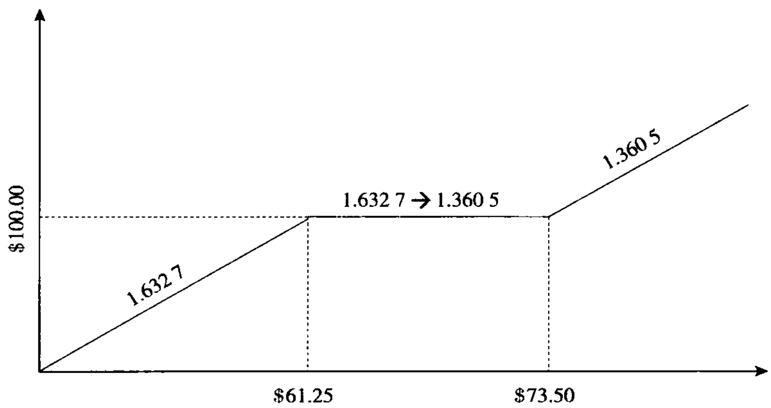
适用市场价值	转换率
不高于61.25美元	1.632 7
61.25～73.50美元	100美元除以适用市场价值
不低于73.50美元	1.360 5

转换选择：在2010年5月1日之前的任何时间，投资者可以将手中的强制可转换优先股以最低的转换率1.360 5转换为普通股。根据"强制可转换优先股反摊薄调整说明"，转换率可以做一定调整。

顺位：强制可转换优先股的股息权利、清偿权利、清算或解散求偿权排在已发行和以后发行的所有普通股之前，除非在发行时有规定其优先级排在强制可转换优先股之前。

募集资金用途：我们打算用净募集资金来偿还A档定期贷款和B档定期贷款的未偿还债务。

挂牌：强制可转换优先股已经批准在纽约证券交易所挂牌。



适用市场价值	转换率
不高于61.25美元	1.632 7
61.25～73.50美元	100美元除以适用市场价值
不低于73.50美元	1.360 5

在强制转换日，如果FCX当天的股票价格不高于61.25美元，投资者购买的每股强制可转换优先股可以转换为1.6327股普通股。如果FCX的股票价格在61.25美元和73.50美元之间，转换比例在1.632 7和1.360 5之间。如果FCX的股票价格不低于73.50美元，每股可转换优先股可以转换为1.360 5股普通股。

图C3-4　可转换优先股的机制

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

自由港麦克莫伦铜金矿公司的配售

2007 年 3 月 22 日，FCX 的股票收于每股 61.91 美元。3 月 23 日，公司以每股 61.25 美元的价格发行 4 715 万股普通股（融资总额约 29 亿美元），同时以每股 100 美元的价格发行 2 875 万股强制可转换优先股（融资总额约 29 亿美元）。扣除承销折扣与成本后，FCX 的净募集资金为 56 亿美元。[⊖]3 月 23 日交易结束时，FCX 的股价上涨 39 美分，收于 62.30 美元，交易带来的股价上涨达 2%（见图 C3-5）。从多方面看，无论对于公司还是投资者来说，这次发行都十分成功。FCX 对投资者的质量非常重视。通常，如果公司有机会向具有长期投资倾向的投资者配售新发行的股票时，公司会在价格上给予一定的优惠，FCX 在此次发行中就是这样做的。

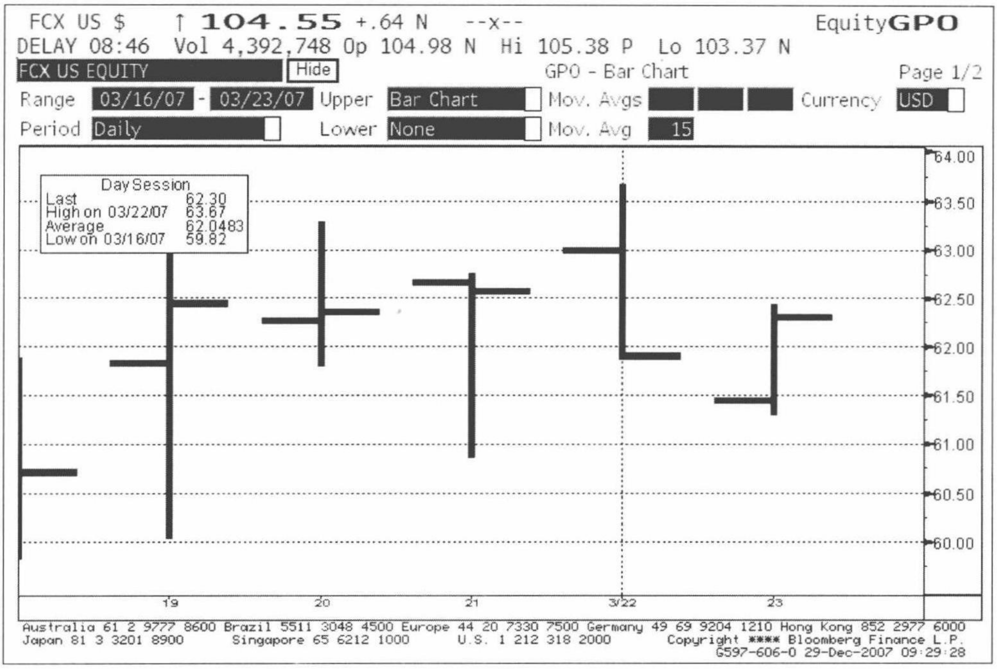


图 C3-5 FCX 的股价走势（2007 年 3 月 16 日 ~ 2007 年 3 月 23 日）

资料来源：Bloomberg.

可转换证券在交易日结束时收于 101.5 美元，发行价格为 100 美元（票面价格）。与权益发行一样，FCX 也通过可转换证券交易融到了大笔资金。同时，FCX 希望所发行的普通股和可转换证券被配售到具有长期投资意愿的投资者手中（交易后的价格走势见图 C3-6 和图 C3-7）。

⊖ FCX press release, March 28, 2007.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net



图 C3-6 FCX 的股价走势（2007 年 3 月 1 日～2007 年 12 月 28 日）

资料来源：Bloomberg.

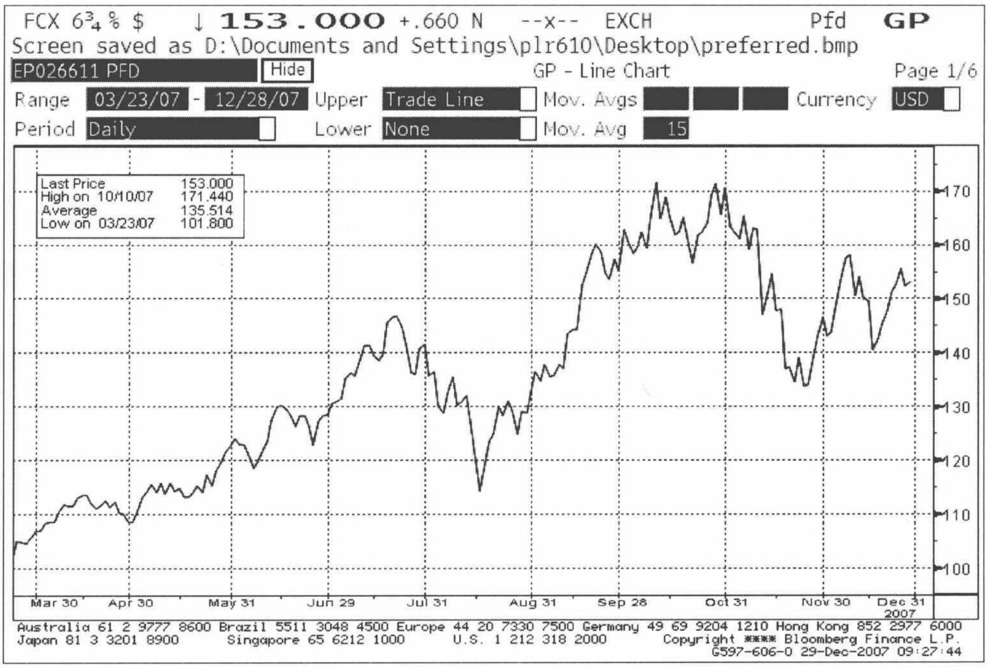


图 C3-7 FCX 可转换优先股的价格走势（2007 年 3 月 23 日～2007 年 12 月 14 日）

资料来源：Bloomberg.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

吉列最好的交易：宝洁收购吉列

对于被称为“波士顿剃刀老板”的吉列公司总裁詹姆斯·基尔茨来说，2005 年 1 月 27 日是一个不寻常的日子。基尔茨和宝洁的董事长艾伦·莱弗利一起完成了价值 570 亿美元的宝洁对吉列的收购。这个世界上最大的消费品生产商的产生即将终结基尔茨 4 年的吉列总裁的任职，并且结束了吉列在波士顿地区作为一家独立大公司的 104 年历史。这项交易还结束了基尔茨管理时期其他公司对吉列抛出的各种各样的“橄榄枝”。但是，就在公布交易的时候，宝洁和吉列招来了媒体和马萨诸塞州对于出售条款的批评。这项并购真的能使股东受益吗？还是只不过是基尔茨创造财富的工具呢？

完美交易

宝洁公司以消费品出名，包括香皂、洗发水、洗衣液、食品、饮料以及保健品和美容产品。[一]宝洁旗下拥有约 150 个品牌，从 Ace 洗涤剂到激爽香皂，其中包括世界知名品牌如：帮宝适、汰渍、佛吉斯、恰敏、佳洁士、玉兰油和海飞丝[二]。吉列的剃须刀享有盛名，不过，公司还控制着另外两个品牌（Oral-B 牙刷和金霸王电池)，这两个品牌至少贡献 10 亿美元的年收入（见表 C4-1)。宝洁一直专注于女性市场[三]，而吉列的核心客户群是男性（其广告“男人可以得到的最好东西”让人印象深刻)。吉列已经有了女性产品如维纳斯剃刀，而宝洁也针对男性客户推出了一些品牌如：海飞丝去屑洗发水，但是，两家公司的优势还是在各自的性别领域。它们在世界各地的业绩不俗，吉列在印度和巴西经营非常成功，而宝洁在中国市场也是一枝独秀[四]。

表 C4-1　宝洁和吉列价值 10 亿美元以上品牌

	210 亿美元品牌价值
婴儿与家庭护理	Bounty, Charmin, Pampers
美容护理	Always, Olay, Pantene, Head & Shoulders, Wella
织物与家用护理	Ariel, Downy, Tide

[一] Naomi Aoki and Steve Bailey, “P&G to Buy Gillette for $55B Latest in String of Deals for Old-Line Hub Firms,” *Boston Globe*, January 28, 2005.

[二] James F. Peltz, “*P&G-Gillette Union Could Hit Shoppers in Pocketbook*,” Los Angeles Times, January 29, 2005.

[三] Aoki and Bailey, “*P&G to Buy Gillette for $ 55B.*”

[四] Steve Jordon, “*Billion-Dollar Brands Buffett Says ‘Dream Deal’ Should Make the Most of Magic in Household Names of Products Made by P&G and Gillette*,” Omaha World-Herald, January 29, 2005.

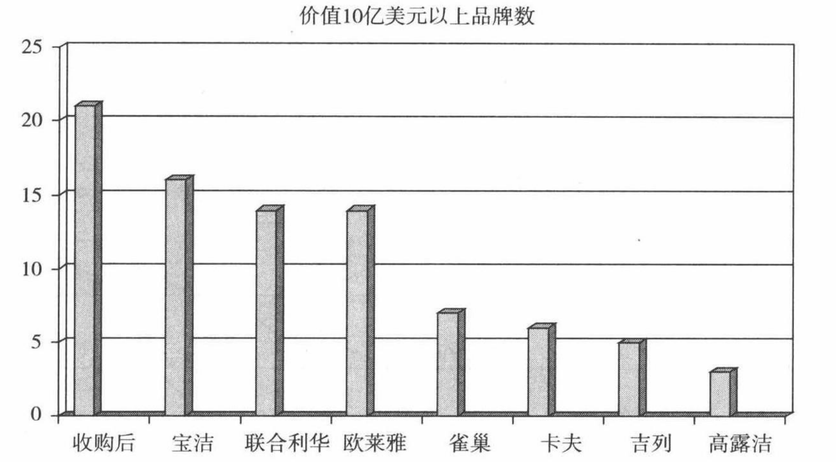
书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

	210 亿美元品牌价值
口腔护理	Crest，Oral-B
零食与饮料	Folgers，Pringles
刀片与剃刀	Gillette，Mach 3
电池	Duracell
小家电	Braun
宠物食品	IAMS
健康护理	Actionel

无与伦比的组合和消费主题



资料来源：公司资料和瑞银的估值。

吉列对于战略和金融投资者的提议并不陌生。公司在 20 世纪 80 年代后期成功地防御了四次收购。其中三次收购来自雷纳德·佩雷尔曼和他的化妆品公司露华浓，另外一次来自克林斯顿投资[㊀]。然而这次宝洁承诺和前面几次不同的收购提议。宝洁对吉列感兴趣的主要动力（包括一系列好的品牌）和佩雷尔曼和克林斯顿对吉列的兴趣是相同的，这也是促使宝洁收购吉列的原因，另外，宝洁和吉列也看到了以前并不存在的商机，比如：合并后业务的互补、形成行业老大的机会，这将进一步加强和大型经销商谈判的能力。

合并后的公司将利用两家公司的核心营销能力，能更有效地开拓男女消费世界市场。合并后的公司将更好地和一些大零售商进行谈判，比如沃尔玛和塔吉特百货。自 20 世纪 90 年代以来，无论从地理范围还是客户基础来看，零售业的快速增长迫使更多的消费品集团公司将超级市场作为销售渠道。2003 年吉列在沃尔玛的销售额占其总销售额的 13%，足够在美国证券交易委员会的会计报表里被当做潜在的商业风险了[㊁]。和沃尔玛保持关系是如此重要，以至于很多成功的大型消费品集团公司在阿堪萨斯的沃尔玛总部附近建立了一个被称为“卖家之城”（Vendorville）

㊀ Steve Jordon，“*Buffett Calls It a* ‘*Dream Deal*’，” Omaha World-Herald，*January* 28，2005.

㊁ Mike Hughlett and Becky Yerak，“*P&G*，*Gillette Deal a Matter of Clout*；*Combined*，*Firm Can Fight Retail Squeeze*，” Chicago Tribune，*January* 29，2005.

第三篇 吉列最好的交易：宝洁收购吉列

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

的永久性办公区。沃尔玛的市场范围和影响力使得它能在谈判中让消费品集团公司作出很大的价格让步。沃尔玛可以向消费品商户这样说："如果你想让我们的 1.38 亿消费者每周接触你，这就是交易"。㊀消费品集团公司因而屈服于来自沃尔玛和其他大型零售商的价格压力。宝洁收购吉列可以平衡这种压力，并能够使合并后的公司在全国范围内的超市中更好地控制定价和产品的广告。

早在 2002 年，基尔茨就兼并的可能性同宝洁进行了接触，并在 2004 年迟些时候又一次向宝洁示好（参见图 C4-1 和图 C4-2）。2004 年 11 月 17 日，吉列和宝洁的高管代表会见了美林（代表宝洁）以及瑞银与高盛（代表吉列）的代表，就两家公司之间可能的兼并进行了讨论。第二天，莱弗利会见了麦肯锡的咨询师，咨询了他们对合并后公司的评估问题。在收到银行家和咨询师的良好祝愿后，两家公司看起来就要达成交易。然而，到 2004 年 12 月初，由于吉列的领导层认为宝洁给吉列股东的报价（大概每股 50 美元）太低，交易走向破裂边缘。

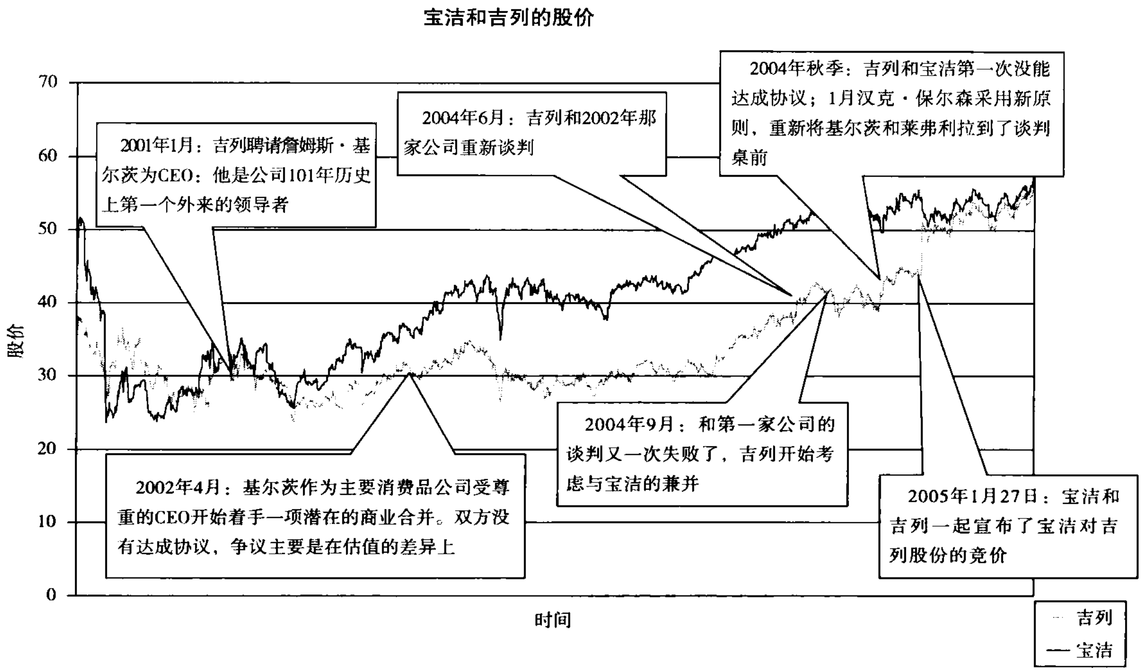


图 C4-1　宝洁和吉列关键交易日的股价

但是希望仍然存在，前提是两家公司能够对估值的分歧进行沟通。2005 年 1 月 4 日，汉克·保尔森（高盛的董事长兼 CEO）打电话给莱弗利提醒他考虑兼并的长期战略价值，并要求宝洁重新考虑它的报价。一周之后，宝洁公司董事会授权莱弗利重新开始和吉列谈判。然后，莱弗利让拉加特·古普塔（麦肯锡前总经理）给基尔茨打电话。两天后，也就是 2005 年 1 月 13 日，他们两人见面就两家公司达成协议的可能性进行了磋商㊁。保尔森和古普塔成功地消除了莱弗利和基尔茨的分歧。莱弗利提出吉列的每 1 股可以换宝洁的 0.975 股，而不是原来的 0.915 股，这个报

㊀ Greg Gatlin, "*Deal Is No Blue-Light Special for Wal-Mart*," Boston Herald, *January* 29, 2005.

㊁ Proxy Statement filed under Section 14A.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

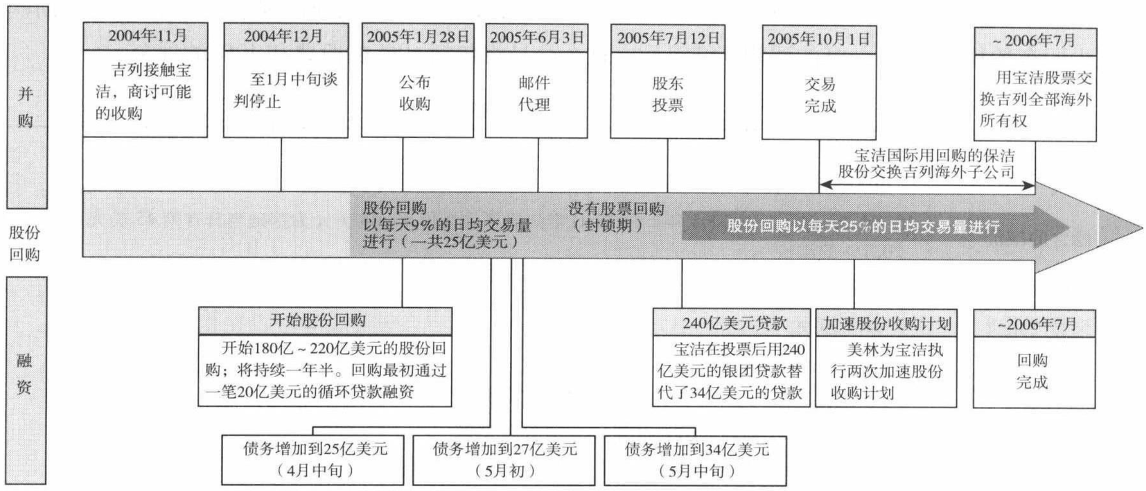


图 C4-2　交易的时间表

价被基尔茨和吉列的董事会接受了。

交易结构："全股票"、60/40、无上下限的收购

任何收购中需要考虑的一个关键因素就是如何对交易进行支付。收购可以用以下三种方式来完成：现金、股票、现金和股票的组合。任何一个选择都会给买方（收购方公司）和目标公司（被收购方公司）带来成本和收益。在全现金支付的交易中，收购方公司一般以现金形式支付固定价格（每股）给目标公司的股东。这样安排的好处在于其效率和透明度。因为公司通常在现有股价基础上加溢价被收购，所以现金交易能马上确认收益并使股东能够容易地重新配置所得现金。

然而，现金交易也有负面影响。首先，目标公司的股东如果有资本利得，必须交税。其次，现金支付需要收购方公司动用自己的现金。这会对公司的债券评级和股票价格产生不利影响，因为信用评级机构会非常谨慎地对待公司大幅增加的债务以及大量减少的现金。

由于全现金交易负面的税收和杠杆影响，收购方公司常常为目标公司的股东提供自己的股票，用来替代全现金收购。然而，全股票交易也有缺陷。首先，目标公司的股东可能并不想持有收购方公司的股票。因为这样做就需要更多的时间和精力去分析新公司的财务状况和未来机遇。其次，收购方公司也会考虑市场上其股票价值被稀释。因为全现金和全股票交易都存在问题，收购方公司有时会创造一种同时包含现金和股票的混合报价。

例如，宝洁对吉列的出价是一种修正的全股票交易（参见表 C4-2 和表 C4-3）。在协议条款中，宝洁将对应于吉列的每 1 股股票发行 0.975 股宝洁的股票。这样吉列的股东就可以避免交税而宝洁将保留更多的现金。另外，宝洁同意在 18 个月内回购 180 亿～220 亿美元的宝洁股票。这个股票回购计划使得吉列的股东在交易中受益。它提供了一个完全免税的交易，如果他们愿意，

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

这个交易为他们提供了加入新公司的机会，或者他们可以卖掉宝洁股票换回现金。[一]宝洁股票的回购将减少股东稀释。在 18 个月的回购期结束后，这个交易将包括 60% 的股票和 40% 的现金。[二]

表 C4-2　交易总结

结构	0.975 股宝洁股票换 1 股吉列股票
方式	100% 股票收购
隐含的报价	54.05 美元，以 2005 年 1 月 26 日宝洁股票收盘价 55.04 美元为基础当日吉列 45 美元股价的 20.1% 的溢价
税收处理	免税重组
交易终止费	19 亿美元
完成日期	2005 年 10 月 1 日
股票回购	2006 年 6 月前宝洁回购 180 亿 ~ 220 亿美元的宝洁股票
股份稀释	预计 2006 年稀释，2007 年平衡，2008 年增厚
协同效应	在 3 年的时间里将获得超过 10 亿美元的成本协同效应
企业价值	大概 573 亿美元，包括吉列 23 亿美元净债务假设

表 C4-3　条款和交易概述

原　理	过　程
• 兼并通过全股票交易完成 • 在 12 ~ 18 个月回购 180 亿 ~ 220 亿美元股票的后续交易 　○ 等价于 60% ~ 65% 的股票和 35% ~ 40% 债务收购交易 • 宝洁国际 180 亿 ~ 220 亿美元的债务包括所有宝洁和吉列的海外子公司 • 交易使用现金融资 • 同时公告回购计划以支撑宝洁股价 • 海外企业也将分担相应的交易经济成本 　○ 宝洁国际的未来现金流用来支付海外债务 • 所有国际业务一起提升业务协同效应和经营效率	• 宝洁国际借款购买宝洁股票 • 收购方公司（母公司的子公司）以宝洁公司股份交换吉列股票 • 宝洁国际定期用回购的宝洁股份换吉列海外子公司股份 • 在 2006 年 7 月前，宝洁国际将借入 180 亿 ~ 220 亿美元用以回购宝洁股票，全部用来交换吉列海外子公司 • 宝洁国际的债务将得到合并后公司所有海外资金流的支持

然而，这个回购仍然会影响主要评级机构对宝洁的信用评级。在公布收购和回购项目细节后不久，标准普尔、穆迪和惠誉针对宝洁公告说："和公布的股票回购项目相关的借款将导致对宝洁信用的重新审核和可能的信用降级。"[三]然而，当宝洁在 2005 年 8 月开始发行债务完成股票回购项目时，它继续拥有第四高的投资信用级别，穆迪评级为 Aa3，标准普尔为 AA－。[四]

此次收购的另一个关注点是双方公司董事会达成的交易保护，包括大概相当于整个交易价值 3% 即 19 亿美元的交易终止费。按照这个规定，如果吉列董事会收到并接受一个更有竞争力的报价，新的收购者就要支付 19 亿美元给宝洁。虽然两个公司达成了交易终止费，但是并没有对 0.975 股宝洁股票的报价设定一个上下限。这个上下限经常见于并购中，给完成交易的股票价值设定了一个上限和一个下限。设定一个价格范围，在等待股东批准交易的时候（这个过程大概 3 ~ 6个月），这个上下限减缓了股东（双方公司的）对收购方公司股价潜在波动的恐惧感。因为双方公司都将受到"上下限"的保护，它没被采用很令人吃惊。

[一] Froxy Statement filed under Section 14A.
[二] Jordon, "*Buffett Calls It a 'Dream Deal'*."
[三] Proxy Statement filed under Section 14A.
[四] Ed Leefeldt, "*P&G Leads U. S. Borrowers with $24 Billion Stock-Buyback Loan*," Bloomberg News, August 5, 2005.

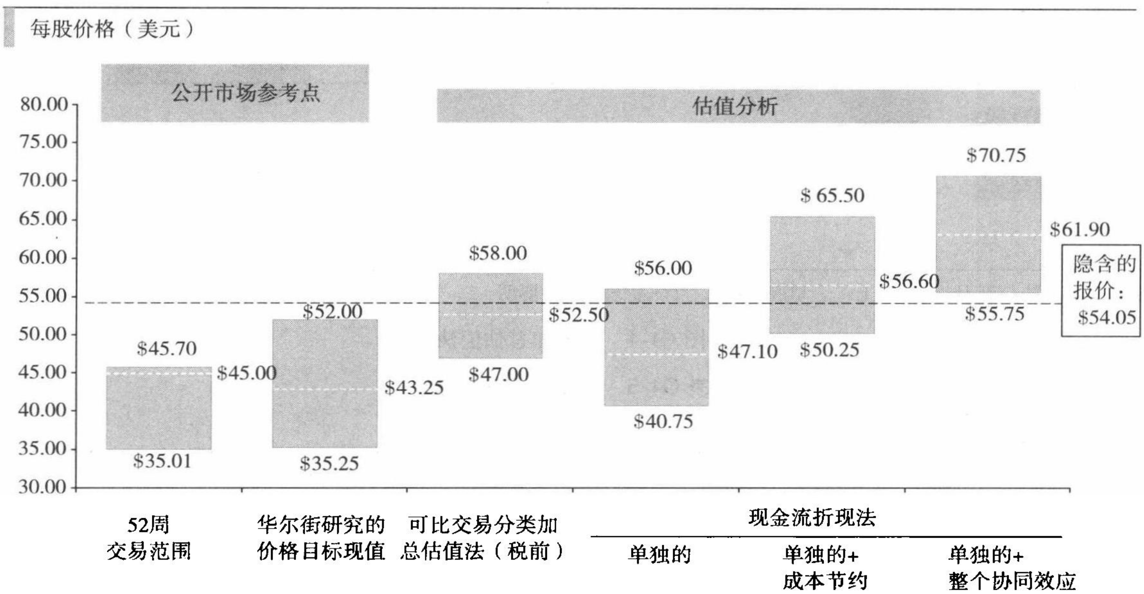
第三篇　案例研究

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

交易的估值

基于2005年1月26日宝洁股票的收盘价，以0.975股宝洁股票换1股吉列股票，吉列股票价格相当于每股54.05美元。这个价格位于投资银行家给出的估值范围（43.25～61.90美元，见图C4-3）的中间。估值是基于公开市场参考点来进行的，包括吉列52周的交易范围和华尔街价格目标现值，吉列的股价应该在43.25～45美元。基于现金流折现法的估值更乐观。在此估值方法下，根据吉列的现金流，估值为每股47.10美元。第二种估值方法考虑了吉列和宝洁合并后带来的成本节约，估值为每股56.60美元。成本的节约将在采购、制造、物流和行政成本等方面来实现。第三种估值方法考虑了所有的协同效应（既包括成本节约，也包括优势互补），估值为每股61.90美元。这个估值不仅包括成本的节约，还包括合并后公司因为协同效应而带来的潜在收益，比如合并后公司会进一步加强与大型零售企业（例如沃尔玛）处理业务的市场力量。最后，分类加总估值法的估值为每股52.5美元（见图C4-4）。



图C4-3　交易估值

收购的估值还要和最近发生的收购进行比较，包括行业和具有相似规模的公司，确保支付给吉列股东的对价和最近的一些交易一致（见表C4-4）。以每股54.05美元报价计算，整个交易的价值为571.77亿美元（见表C4-5）。

表C4-4　与其他收购的比较

公告日期	收购方	被收购方	交易价值（10亿美元）	溢价对股价（%）	
				1天前	1周前
2000.6.2	菲利普·莫里斯	纳贝斯克	19.2	69.9	103.2
1994.8.22	强生	露得清	1.0	63.0	76.3
2004.11.3	星座公司	罗伯特·蒙达维	1.4	49.9	52.3
2003.3.18	宝洁	威娜	7.0	44.5	47.3

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

公告日期	收购方	被收购方	交易价值（10 亿美元）	溢价对股价（%）	
				1 天前	1 周前
2003. 10. 23	奇堡	拜尔斯道夫	13. 0	51. 2	45. 7
2000. 6. 6	联合利华	顶好调味	23. 7	44. 4	39. 9
2000. 12. 4	百事可乐	桂格燕麦	15. 1	22. 2	24. 0
平均				49. 3	55. 5
以 0. 975 的比例兑换：2005. 1. 26	宝洁	吉列	57. 2	20. 1	20. 1

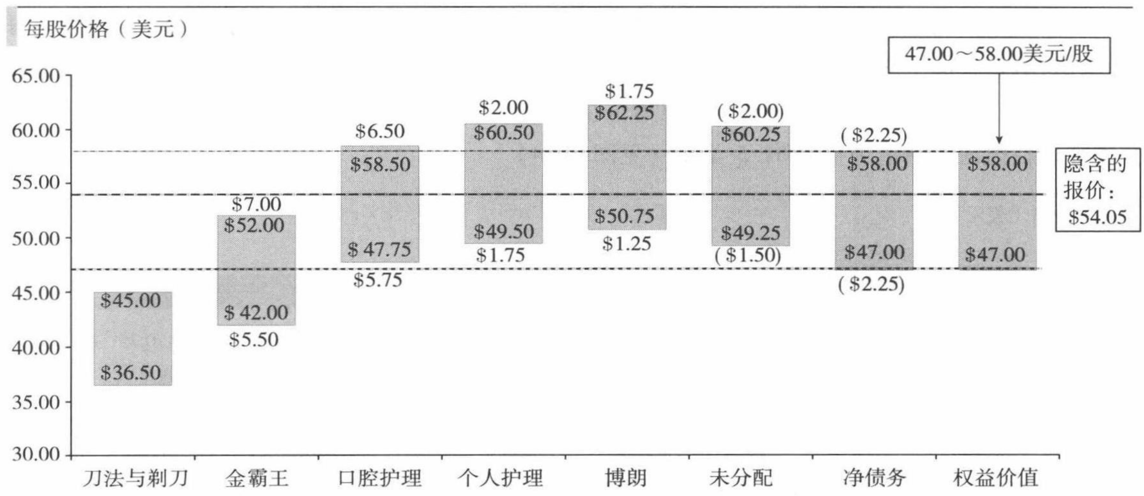


图 C4-4 分类加总估值法

表 C4-5 交易价值和倍数

报价和交易价值

宝洁股价（2005 年 1 月 26 日）	55. 44 美元
交换率	0. 975x
每股报价	54. 05 美元
发行在外的吉列股票/期权总和	1 068. 379①
报价总价值	57 750①
减项：期权收入	(2 893)①
报价净值	54 857①
加项：净债务	2 321①
交易价值	57 177①

①100 万美元。

报价溢价

	股价（美元）	54. 05 美元报价（%）
现在（2005 年 1 月 26 日）	45. 00	20. 1
30 天均值	44. 58	21. 3
90 天均值	44. 00	22. 8

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

交易倍数				
	吉列数值	吉列倍数		宝洁市场倍数
		45 美元市场价格	54.05 美元报价	
收入				
12/2004A（最近 12 个月）	10 366①	4.6x	5.5x	3.0x
06/2005E	10 581①	4.5	5.4	2.9
息税折旧摊销前利润				
12/2004A（最近 12 个月）	3 013①	15.8x	19.0x	13.1x
06/2005E	3 149①	15.1	18.2	12.4
市盈率				
06/2005E	1.78 美元	25.2x	30.3x	21.3x
06/2006E	2.01 美元	22.4	26.9	19.3

① 100 万美元。

利益相关者：波士顿、华尔街、哥伦比亚特区和大街

和收购相关联的混乱会产生很多负面的影响，并且负责公司收购的领导者可能面对来自管理层、雇员、政治家、股东和监管者的反对。最高管理层可能由于收购而出局，或者进入低级职位。雇员对合并也是忧心忡忡，包括为了达到节约成本的协同效应所引起的强制裁员（见表 C4-6）。政治家关注的是社区就业率的下降对社会和经济的长期影响。股东担心已谈判好的股票价格未能让他们得到足够的补偿。最后，监管者要对交易的各个方面进行评估，判断合并的或者单独的公司是否违反了相应的州法律和联邦法律，包括反垄断法。这些利益相关者群体的认可非常必要，处理好每个群体的不同利益和管理收购过程中初始的财务和战略利益一样具有挑战性。

表 C4-6　吉列对其雇员的演示报告

宝洁与吉列的交易 整合过程的 5 个指导原则	吉列——宝洁
1. 维持宝洁和吉列的商业势头	宝洁想使用最好的团队……成员来自两个公司
2. 聘用最好的团队	• 将会有人失业
3. 尊重雇员和顾客	• 失业的总人数大概是合并后公司 140 000 总人数的 4%
4. 快速行动、及时决策、客观、公正	• 失业的人将来自公司办公室……但是还没任何决定
5. 公开、积极地沟通	• 我们将给予特别的遣散费
	○ 控制权变化措施
4/29/2005	○ 股票期权全部执行计划

波士顿剃刀老板：吉列 CEO 詹姆斯·基尔茨

纳贝斯克的前主管詹姆斯·基尔茨，是一名交易员，他于 2000 年促成了菲利普·莫里斯对纳贝斯克的收购。2001 年 1 月他被提名为吉列 CEO，并且立刻着手进行改革。他通过采取“大幅削减实现收入”的政策成功使停滞不前的股价开始上升。在这个政策下，他削减了间接费用，把

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

节省下来的钱投资于推销剃刀、刀片和电池。[一]这个策略的实施相当成功，吉列的股价在基尔茨的管理下上涨了50%（见图C4-1）。据估计，他创造了总计约为200亿美元的股东价值。[二]

吉列公司董事会2001年搜寻高管的努力终于使公司找到了一位合格的CEO，他使股东重拾了对公司的信心并且制定了可以增强公司著名品牌价值的战略计划。在这次猎头行动中，吉列公司的董事按惯例给予了基尔茨这个能挽救公司于困境的能力非凡的领导人丰厚报酬。[三]尽管投资者在2001年时就没有吝啬向给基尔茨支付丰厚的报酬，在2005年宝洁并购吉列的消息发布后，他的报酬还是增加了。

基尔茨的薪酬组合使他意识到如果公司能够出售，他将获得巨大的收益。薪酬组合包括股票期权和一次性支付的1260万美元的"控制权变化"报酬。[四]宝洁公司也给予基尔茨期权和2400万美元限制性股票。他的整个报酬组合超过了1.64亿美元（见表C4-7）。对于一些商业领导来说，这个数目并不令人惊奇。[五]毕竟，这个数目还不到他担任吉列CEO期间创造的整个价值的百分之一。在收购消息公布后，基尔茨还是受到了波士顿媒体和包括马萨诸塞州州长威廉姆·加尔文和美国国会的巴尼·弗兰克（马萨诸塞州）在内的一些政治领导者的强烈批评。基尔茨对于批评表示很失望，认为自己是波士顿的皮纳塔（pinatap）。[六]这个绰号表达了他对那些有敌意的政客们给予自己负面关注的愤慨，他认为这个交易能够让众多股东从中获利。在一次为这项收购和自己的报酬进行反驳的新闻发布会上，他指出马萨诸塞州将在波士顿南部保留一个主要的制造工厂，减少的就业机会不会超过5%，吉列的剃刀业务将继续在波士顿地区经营。

表C4-7 遣散费和控制权变化福利（吉列的领导层） （单位：美元）

姓名和职位	净权益奖励	所有其他的支付和福利	以美元估值总计
詹姆斯M. 基尔茨 总裁、CEO	125 260 167	39 272 025	164 532 192
爱德华F. 德格兰 副董事长	29 711 715	15 655 483	45 367 198
查尔斯W. 克莱姆 高级副总裁	16 258 040	10 174 097	26 432 137
皮特K. 霍夫曼 副总裁	10 695 578	9 567 625	20 263 203
马克M. 莱吉 副总裁	9 426 564	7 528 840	16 955 404
其他所有行政人员总计（12人）	96 073 693	79 795 179	175 868 872

造雨者：投资银行家和实力派经纪人

协助完成这项交易的投资银行（高盛、美林和瑞银）提供了并购顾问服务，因此平分了9000万美元的收购完成费。[七]另外，每家投资银行给其客户提供了公平意见（见专栏C4-1）。公平意见是由投资银行起草的，"为保证参与兼并、收购或者其他交易的公司董事制定的条款对于

[一] Greg Gatlin, "Boston Blockbuster; Hub Icon Gillette Sold in $56B Deal," Boston Herald, January 28, 2005.
[二] Naomi Aoki, "*Kilts' Many Options*," Boston Globe, February 2, 2005.
[三] Ibid.
[四] Ibid.
[五] Ibid., citing Shawn Kravetz, president of Boston money management firm Esplanade Capital.
[六] Jenn Abelson, "'*Boston's Pinata' Slams Media, Politicians for P&G Deal Attacks*," Boston Globe, September 9, 2005.
[七] Brett Arends, "Gillette Shareholders OK P&G Takeover," *Boston Herald*, July 13, 2005.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

所有股东是公平的。”[㊀]然而这可能是有问题的，因为“确保交易公平性的银行和提议进行交易的银行经常是同一家，并且如果进展顺利的话，将得到数百万美元的费用。”[㊁]这也是宝洁并购吉列中遇到的一个问题。在2005年，高盛的汉克·保尔森直接负责将双方拉回谈判桌前。他的银行为了支持交易，在给出公平意见并帮助双方公司进行交易后，得到了3 000万美元的费用。美林和瑞银在提供了公平意见，和高盛一样帮助他们后，每家各得到3 000万美元。

专栏 C4-1

高盛给吉列董事会的公平意见节选

女士们，先生们：

你们要求我们从财务角度出发，对持有吉列股份的普通股股东提出公平意见。在宝洁、宝洁的全资子公司 Aquarium Acquisition Corp. 和贵公司之间，依照兼并协议和计划，吉列公司（“公司”）的每股面值1.00美元（“贵公司普通股”）交换比率是0.975，用以交换宝洁公司的无面值股票（“宝洁公司普通股”），日期为2005年1月27日。

……

对贵公司而言，我们扮演的是财务顾问者的角色，联系和参与特定的协商谈判，使交易按兼并协议（交易）的计划顺利进行。我们可能收到联系交易服务的费用，这很大程度上取决于交易是否能圆满完成，贵公司已经同意给我们支付费用，也同意因我们参与而产生的特定责任进行补偿。

……

为了做出我们的公平意见，我们审查了包括但不限于：兼并协议；公司和宝洁公司有关的公开可得的业务和财务信息；特定的研究员所采用的与业务和财务前景有关的公开可得的财务估计和预测；与公司业务和财务前景有关的特定内部财务信息和其他数据，包括管理层所做的财务分析及预测以及由于此项交易而使管理层所创造的特定的成本节约和经营的协同效应，每种情况下我们所需要的信息都是由公司管理层提供并且是不能公开获得的；还有其他一些与宝洁公司的交易有关的数据都是由公司和宝洁公司的管理层提供且也是不能公开获得的。在这种情况下，我们也审查了由研究员所进行的公开可得的特定财务估计和预测，这些财务估计和预测与宝洁公司的业务和财务前景相关，经由公司和宝洁公司管理层讨论加以调整后提供给我们，同时由宝洁公司在宣布交易（宝洁公司调整的预测）的时候公布对公众进行指导。我们已经与公司和宝洁公司的高管就战略的评估、潜在的利益、交易和过去与现在的商业运营、财务状况和未来前景等方面（包括宝洁公司公布交易时同时公布的重大股票回购的结果）进行了讨论。另外，我们也检查了公司和宝洁公司普通股的价格和交易活动，比较了公司和宝洁公司和类似的上市公司的公开财务和股市信息，特别检查了消费品行业最近公开的商业合并的财务条款和其他行业相应的情况，考虑了交易形式的影响，进行了研究和分析，并且考虑了我们认为适当的其他因素。

……

㊀ Gretchen Morgenson, “Mirror, Mirror, Who Is the Unfairest?” *New York Times*, May 29, 2005.
㊁ Ibid.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

我们的意见是建立在有效的经济、货币、市场和其他条件，以及截至今日我们能够得到的信息之上的。

基于上述陈述，我们的观点是：截至目前，按照兼并协议所确定的交换率对于贵公司普通股股东是公平的。

真诚的，

高盛公司

投资银行家以及宝洁和吉列的高管在对企业发展的考虑方面面临着大量批评。然而，吉列的发言人艾瑞克·克劳斯对那些调查投资银行家在交易中角色的人说道："事实上，任何一个金融专家都会认为这项交易对吉列的股东是完全有利的。"㊀虽然克劳斯的观点表明投资界对这项交易的支持力度，但这并没有平息美国和国外的监管者对其调查的欲望。

来自国际、本国和本地区的监管者

并购通常面临不同层级监管者的审查。上市公司的监管始于美国证券交易委员会。美国证券交易委员会要求公司填制一系列表格来说明兼并计划（或者被收购）。当上市公司有重大事项发生时，需要填制 F8-K，而当上市公司发布一个重要公告时，需要填制 F-425。填制这些表格的作用是使投资者注意到董事会做出了一项重大决策。

一旦一项提议的兼并信息被公开，监管者就开始审查这项交易，目的是确保经济和金融的公平。在一项合并中，有相似业务模式的两家公司常常被要求剥离资产（或整个业务线），用以满足反垄断法的要求以及美国联邦监管者和欧盟监管者保护消费者的考虑。在欧洲，欧盟负责上市公司间交易的审批，并且负责审查并购可能对欧洲消费者和雇员产生的影响。欧盟调查的结果，"宝洁需对其提交的处置方案条款进行改进"，改进范围不仅包括在英国的电动牙刷业务，还包括在欧洲其他地区的其他品牌。㊁

在美国，联邦贸易委员会负责审查并购的影响。联邦贸易委员会的调查权力来自《克雷敦法案》和《联邦贸易委员会法案》。《哈特－斯科特－罗迪诺法案》要求有意向的并购需向联邦贸易委员会报告潜在的交易，并允许 30 天的检查时间。在审查宝洁收购吉列时，联邦贸易委员会发现在国内牙齿美白产品、成人电动牙刷和男士止汗剂/除臭剂等产品市场㊂可能存在反竞争问题。根据联邦贸易委员会的规定，这两家公司开始被迫放弃可能和反竞争法产生冲突的产品线㊃。吉列将伦勃朗牌牙齿美白产品出售给了强生公司，将 Right Guard、Soft & Dri 和 Dry Idea 除臭产品品牌出售给了大雅。宝洁则相应将佳洁士 SpinBrush 的生产线出售给了切迟杜威公司。

计划兼并的公司也要面对来自州政府的审查。马萨诸塞州政府在州长加尔文的领导下试图通过审查吉列的记录和信息来调查吉列的出售是否违反了马萨诸塞州的法律。根据州法律，州长有权禁止与证券报价、销售和购买相关的欺诈行为（并且）被期望禁止任何对证券价值和其买卖提

㊀ Ibid.
㊁ Tobias Buck and Jeremy Grant, "*EU Officials Back P&G/Gillette Merger*," Financial Times, *July* 15, 2005.
㊂ *In the Matter of the Procter & Gamble Co.*, Federal Trade Commission Docket No. C-4151 (2005).
㊃ Jenn Abelson, "Gillette Selling Its Deodorants to Dial," *Boston Globe*, *February* 21, 2006.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

供建议并收取费用的欺诈行为。[一]在支持加尔文试图传唤吉列公司的法律（统一证券法案）[二]中，并购的相关条款已经废止了。因此，马萨诸塞州州法院裁定，尽管加尔文关心收购对马萨诸塞州的雇员和股东产生的影响，但是州政府没有权力就宝洁收购吉列一事对吉列进一步传唤。法院允许加尔文在交易期间可以传唤为吉列和宝洁提供顾问服务的投资银行，因为法律并没有豁免这些公司。2005 年 6 月，高盛的汉克·保尔森被加尔文传唤并向律师提供证词。尽管加尔文针对交易和公平意见提出了一系列的问题，但截至 2006 年 4 月，他并没有起诉高盛和参与这项交易的任何其他投资银行。

来自奥马哈的“白衣骑士”：吉列投资者沃伦·巴菲特

为了帮助解决由于收购引起的审查，吉列向其最有名望的投资者沃伦·巴菲特求助。巴菲特参与到宝洁与吉列的交易源于他对吉列的长期投资，其投资可以追溯到 20 世纪 80 年代。虽然吉列在 1986 年和 1989 年成功地防御了几次恶意收购，但防御收购的努力也让吉列置身于财务险境。吉列公司承担了 10 亿美元的债务，但仍然是可能被收购的目标。[三]但是公司仍然拥有可以吸引巴菲特的一系列知名品牌。1989 年，巴菲特同意购买 6 亿美元的可转换证券，这些可转换证券在未来可以转换成 11% 的吉列股票。巴菲特的购买为吉列注入了急需的现金流用以偿还债务，并且使大量的股份放在了一个对吉列董事会友好的投资者手中。由于大部分股份被这位友好的投资者所持有，吉列必须确保任何对公司的收购都要征得这位“白衣骑士”[四]的同意。这成了吉列防御任何恶意收购袭击者的“保险政策”。

巴菲特在一个好时机进入了一个将要繁荣发展的行业。在整个 20 世纪 90 年代，消费品公司深受投资者追捧，巴菲特看到对吉列的投资在过去 10 年中增值超过 10 倍。然而，股票在 20 世纪 90 年代后期失去了活力，投资者对吉列的前 CEO 艾尔·蔡恩和迈克尔·霍利失去了耐心。据报道，巴菲特对霍利的离职起了一定的作用，在 2001 年他发起了猎头行动，最终选择了詹姆斯·基尔茨作为吉列的新任 CEO。

2005 年，吉列又一次向巴菲特求助，不过这一次不是请他向公司投入更多的资金，而是寻求他对吉列出售给宝洁的支持。巴菲特在整个投资界的声望使得吉列董事会很确定他的同意将减少投资者的担心，并且为交易的快速达成铺平道路。巴菲特参加了（远程视频）宣布宝洁和吉列协议的首次新闻发布会，宣称这项交易是“梦幻交易”，将“产生世界上最大的消费品公司”。[五]虽然巴菲特已经持有吉列公司 10% 的股票，但他宣布打算买入更多的宝洁和吉列的股票，因此，在收购后，他将拥有宝洁公司 3.9% 的股票。他在新闻发布会后的评论和承诺似乎是为了让两家公司的投资者放心。

㊀ *Galvin v. Gillette*, 19 Mass. L. Rep. 291 (2005).
㊁ Ibid.
㊂ Steven Syre, “As Firm's Chief Shareholder, Buffett Likes What He Sees,” Boston Globe, January 29, 2005.
㊃ Ibid.
㊄ Ibid.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

小结

两家企业的互补优势很明显，这也是它们当初合并的动机。虽然管理层不能确保所有利益相关者进行全面合作，但是他们成功地利用了世界上一位最受尊重的投资者的支持来扩大其影响力。另外，宝洁向马萨诸塞州社区示好，表示这次收购不会解雇波士顿附近公司最先进生产设备线上的员工，以减少他们的担心。然而，无论是主要的协同效应、互补优势、还是沃伦·巴菲特的支持，这项交易仍然在大街、华尔街和官员办公室引起了争议。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿

"这是最好的时代，也是最坏的时代……"

——查尔斯·狄更斯

激动人心的一年

磁星资本在 2007 年取得了 25% 的收益，而这仅仅是它成立的第 3 年。磁星获得这一收益的同时，还将风险控制在了标准普尔 500 指数之下。投资者一片欢欣鼓舞；磁星的资产规模已经发展成任何基金管理人管理的最大规模之一，并且还在不断增长。

另一方面，磁星的团队意识到投资者其实很健忘。它必须持续地提出新的想法来满足投资者的期望收益。曾经鼎鼎大名的一些对冲基金，如培洛顿、索恩伯格和凯雷资本，它们都因为缺乏流动性的问题而以创纪录的速度缩减规模。即使是世界上最大的银行，也不能免于危机的肆虐侵袭。贝尔斯登、雷曼兄弟便证明了这一点。磁星的多样化、低杠杆和资本赎回限制带来了额外的稳定性，但是却无法仅仅依靠自身成功。

磁星雇用了大约 200 位世界上最聪明的投资专家。作为磁星的总裁和首席投资专家，亚历克·里托威兹的职责便是向他的团队提供指导，提升团队创意，提出自己想法。即便亚历克·里托威兹更喜欢通过多样化的经营和交易来分散资本，从而降低风险，但也知道磁星 2007 年的收入大部分来源于某种卓越的交易策略。这种策略是基于担保债务凭证的某些特定种类存在系统性价格偏差（见专栏 C5-1）的观点。磁星通过多样化的证券组合而设下许多赌局，期望从价格偏差中大赚一笔。同时，磁星承担的风险也相对较小。根据《华尔街日报》所述，"住房抵押贷款研究员认为磁星的交易策略不全是靠运气，无论次贷市场回升或崩盘，它都能赢利。"[⊖]

专栏 C5-1

惨重损失背后的基金（有删减）

一个名不见经传的由天文学家经营的对冲基金，它的交易策略造成了华尔街数以亿计的损失，尽管它自身在次贷危机中成功获利。

它就是磁星，一只拥有大约 90 亿美元资产的对冲基金，促成了担保债务凭证的大量发行而造成了华尔街的巨大损失，自己却获得了巨额利润。去年，磁星对一系列股票和债务进行对

⊖ Serena Ng and Carrick Mollenkamp, "A Fund Behind Astronomical Losses," *Wall Street Journal*, January 14, 2008.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

冲而获得了25%的收益。

磁星致力于那些它认为陷入困境但是会有巨大收益的证券。担保债务凭证一定程度上与风险相对应，风险最高的种类收益最高，但是损失价值的可能性也最大。风险较低的种类拥有较低的收益。有一些种类被认为十分安全，所以它们的收益仅仅比国库券稍高。

磁星主要购买的是风险最高的担保债务凭证，因而促成了担保债务凭证的大量发行。据熟悉该交易策略的人透露，这类投资者能够在市场景气的时候获取大约20%的收益。2006年，磁星开始投资，当时市场上这些种类是华尔街认为最难出售的，因为一旦次级贷款违约率上升，这些种类将会首当其冲地发生损失。磁星对这些证券中较低风险的种类和一些其他担保债务凭证做了反向对冲。尽管它在许多高风险的债券种类上存在损失，然而当市场于去年下半年崩溃的时候，它依靠这种对冲策略赚得比损失多得多。

磁星通过购买一种保护形式的信用违约互换（类似于保险策略）来弥补在担保债务凭证上的损失。它对冲了具体哪种担保债务凭证不得而知，但是这些互换在去年担保债务凭证跳水时价值大幅上涨。

住房抵押贷款研究员注意到磁星的交易策略不全是运气，不管次贷市场好或坏，它都能盈利。

资料来源：Serena Ng and Carrick Mollenkamp, "A Fund Behind Astronomical Losses," *Wall Street Journal*, January 14, 2008.

最近的市场混乱导致了新的价格偏差，因此孕育了大量新的投资机会，磁星设法找到这些机会，并将它们一一排序。

噩梦

大洋彼岸，罗恩·贝勒正在沉思和亚历克·里托威兹不同的问题。贝勒所在的公司，培洛顿有限责任合伙公司（同样成立于2005年），是2007年业绩最好的对冲基金之一，收益率超过80%。2008年1月贝勒在一个隆重的欧洲对冲基金颁奖礼上获得了两项权威大奖。然而1个月后，他的公司破产了（见专栏C5-2）。

专栏 C5-2

培洛顿的天堂和地狱（有删减）

当培洛顿的总裁罗恩·贝勒在美国住房抵押贷款市场的投资没有朝着他预想的方向发展时，他对华尔街的无情有了深刻的认识。那些和他抢生意的银行家们贪婪地瓜分他的基金资产。一段时间过后，培洛顿有限责任合伙公司，这个曾经属于世界上最好的对冲基金之列的投资公司，损失了170亿美元。在垂直衰退的过程中，培洛顿的灭亡为金融产业脆弱的关系以及这些关系破裂的惊人速度提供了一个很好的例证。

对冲基金行业存在着一个重大缺陷：高高在上的基金经理们有时候会完全陷于风险的漩涡

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

中而彻底失败，比如当问题银行向需要进行投资的基金收回贷款时，就会出现这样的情况。培洛顿在这个方面尤其容易受影响，因为它财务杠杆太高。客户每投资 1 美元，它至少会借入 9 美元来购买债券。

2 月中旬，由于瑞士联合银行宣称它调低了优先级住房抵押贷款支持证券估值，而这种证券又类似于培洛顿持有的证券。贝勒和格兰特的投资因此遭到了巨大打击。

培洛顿当时拥有 7.5 亿美元现金并且贝勒和格兰特相信公司在银行的融资是绝对安全的。他们于是感到很放心，认为培洛顿可以满足银行家的需求，当投资价值下降时，公司能够及时补充抵押品来应付追加保证金。

但是到了 2 月 25 日，更大的价值下跌使得培洛顿急需现金来满足包括瑞士联合银行和雷曼兄弟在内的债权人的追加保证金。根据知情人透露，当培洛顿的交易员尝试出售证券来筹集资金的时候，经纪人并不愿意出价购买这些证券。

贝勒和他的团队开始忙于提出拯救计划，劝说投资者追加 6 亿美元的贷款。但是，培洛顿的“财政生命线”取决于 25 家相关银行能否同意推迟追加保证金。这时，许多银行自身在应付金融危机的风险，根本不愿为这么一个特殊的交易请求签字。2 月 27 日，又一次大幅下跌发生了，培洛顿在住房抵押贷款市场上的投资彻底崩盘，拯救计划失败。此刻，贝勒在沙发中痛苦地几欲崩溃。

贝勒和他的团队做了最后一次努力，就是尝试向其他对冲基金出售培洛顿的投资组合，一直工作到深夜。次日凌晨 4 点，贝勒精疲力竭地回了家。

第二天，债权人接管了培洛顿的资产，这只基金走到了尽头。贝勒后来把这种情形比作昆汀·塔伦蒂诺的电影《落水狗》的最后一个镜头：几名演员，相互用枪指着对方，最后同归于尽。

资料来源：Carrick Mollenkamp and Gregory Zuckerman, “Peloton Flew High, Fell Fast; Winning Hedge Fund Lost on Bets as Credit Crunch Moved at Breakneck Speed,” *Wall Street Journal*, May 12, 2008.

贝勒在次贷危机来临之前做空了美国房地产市场，并且因为这次豪赌赚的金盆满盈。然而，次贷危机开始之后，他认为恐慌的投资者正在将孩子和洗澡水一起倒掉。贝勒认为高级别住房抵押贷款证券被低估，因此，他决定做多由 Alt-A 住房抵押贷款（介于优质与次级之间）支持的 AAA 级证券。像培洛顿通常的做法一样，运用了大约 9 倍的财务杠杆。

2008 年 2 月 14 日，瑞士联合银行披露其拥有价值 212 亿美元的优先级 Alt-A 证券，市场推测瑞士联合银行将会迅速卖掉这些证券。此后，交易便朝着贝勒设想的相反方向不断发展[⊖]。在接下来的两个星期，Alt-A 住房抵押贷款支持的 AAA 证券价格下降了 10～15 个百分点。贝勒做了其他任何一位基金经理都会做的事：从投资者那里进行了额外的融资，变现了可能增加现金的头寸，并且尝试说服银行延迟追加保证金。不幸的是，银行并未出手购买他的证券，也不愿意延迟追加保证金，因为银行也“泥菩萨过河——自身难保”：它们也在应对由自身持有的住房抵押贷款类证券带来的巨额损失。而投资者只有在银行同意延迟追加保证金的前提下，才会保证提供新的资金。简直是“完美风暴”。公司因此流动性耗尽，损失 170 亿美元，被迫倒闭。

⊖ Jody Shenn, “Alt-A Mortgage Securities Tumble, Signaling Losses,” Bloomberg News, February 28, 2008.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

磁星的结构化金融套利交易

磁星通过发现权益档担保债务凭证和担保债务凭证衍生品之间的对应价格偏差，已经赚了超过10亿美元的利润。它通过买入权益档担保债务凭证和买入保护较低风险档担保债务凭证的信贷违约互换，来利用这一市场异常。

每档证券的风险计算和相互之间的收益比较由磁星自己完成。基于这种分析，投资者可以发现显著的不规则性：两种拥有相似风险的证券，却有差别巨大的收益。更重要的是，这种价格偏差发生在资产支持证券担保债务凭证间。成功的投资者创造了一种多头/空头的交易策略来利用这种市场异常。通过这种策略，可以在不同的证券中复制相同的交易。此外，虽然运作资金量大，却不会对市场价格产生很大影响，承担的风险又相对较低，并且可以锁定几乎确定的收益。这种交易模式正是对冲基金梦寐以求的。

特别地，敏锐的投资者注意到，资产支持证券担保债务凭证的权益档和夹层档的收益相差很大。这看上去好像没有任何道理。毕竟，资产支持证券担保债务凭证仅仅由一系列资产支持票据的权益档组成，这些票据被打包在一起并且以不同档级出售。如果权益档持有者没有获得偿付，夹层档持有者也不大可能获得偿付。要么两种证券都获得偿付，要么都无法获得支付。因为风险相似，收益也应该相似。然而，由于权益档的非流动性和市场对不同档级之间相关性的误解，权益档收益往往比夹层档高很多。

像磁星这样发现这一现象的成功投资者，通过买入保护夹层档的担保债务凭证信用违约互换，并做多权益档。某些情况下，市场对权益档是如此的恐慌，以至于很少有买家存在，使得整个担保债务凭证都处于无法融资的风险当中。据《华尔街日报》的报道，“总体上，大约300亿美元这一档级的担保债务凭证发行于2006年年中至2007年年中，而磁星是主要的投资者。”[㊀]

磁星没有必要确定绝对价格，它只需要意识到这两个档级的相对价格偏差即可。磁星可以通过构造交易产生源源不断的现金流，因为权益档多头流入的收益收益远远高于夹层档空头支付的收益。同时，在高违约率的情况下，夹层档空头的本金要高于权益档多头。因此，如果整体标的抵押品的价格恶化，这种交易策略也能获得巨额收益。只有当权益档完全消失而夹层档保持不变时，这种策略才可能产生损失。磁星推测这种可能性是微乎其微的。

评级机构对担保债务凭证的信用评价主要基于历史数据，历史数据又表明全国范围的房地产衰退是前所未有的。然而，敏锐的投资者认识到，这次的经济周期与以往的任何一次都不同，因此评级机构使用的历史数据不能作为预测未来事件的唯一因素。这种观点成了磁星在资产支持证券担保债务凭证市场利用价格偏差交易的催化剂。它的策略大不同于2007年由保尔森公司创造的后来流行的方式，即在房地产市场粗暴式豪赌。保尔森个人曾在市场崩溃时赚了37亿美元。[㊁]保尔森在市场建立头寸，而磁星则专注于找出相对定价的异常，因为一旦找到，不管市场如何都会盈利。磁星的这种策略也符合许多对冲基金的目标：获得独立于市场的收益。

㊀ Ng and Mollenkamp, “Fund Behind Astronomical Losses.”

㊁ Andrew Clark, “The $3.7bn King of New York,” *The Guardian*, April 19, 2008.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

2007～2008 年的金融危机

2001 年年末出现的经济衰退中，美联储由于担心经济紧缩被迫将利率降到了 40 年来的最低水平。低利率又导致房地产泡沫的产生，因为大大降低了借款者的每月房屋支出，使得借款者通常购买超出他们负担之外的房子。较短的初始阶段过后，“诱惑利率”某些时候还会增强。其他贷款是基于可变利率，而传统的房屋贷款是固定利率。消费者常常对利率上升毫无恐惧之感，因为他们认为住房市场只会一路高歌。成千上万的美国人第一次成为了房主，美国人拥有房屋的比率达到了历史最高的 70%。[⊖]此外，房屋市场的繁荣仅仅是持续了 30 年的经济杠杆升高的一部分（见图 C5-1）。

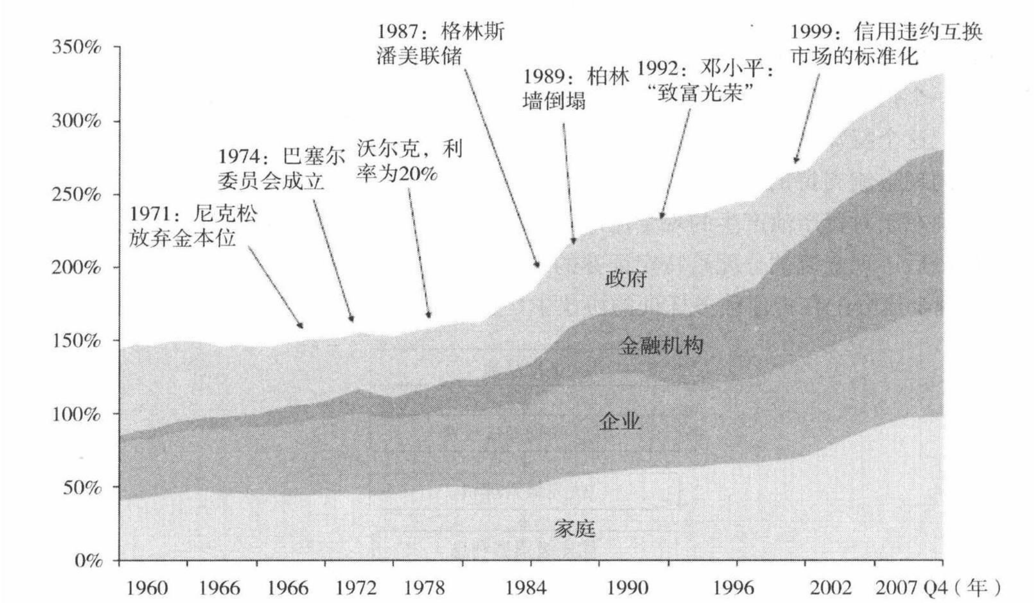


图 C5-1　美国信贷市场债务/国内生产总值

资料来源：Neil McLeish (Morgan Stanley), “A Summer Rally, But Still a Bear Market,” July 2008.

除了纯利率影响，借款条件的放松也带来了影响。贷款人在没有首付或没有收入保证的情况下也会同意贷款。这些做法不是因为银行变得慷慨或者消费者信用变得更好，很大程度上归因于担保债务凭证形式的金融创新，尽管担保债务凭证导致了一个委托－代理问题。银行是评价一个借款人风险和确定合理利率方面最有实力的机构，然而，当银行能够几个月内证券化它们的贷款并能将大部分风险转移给其他方时，它们的经济动机也就改变了。银行新的焦点变成了尽可能多地发放贷款来获得发起人费用。那些提供初始房屋贷款的银行家们很可能更关注它们的奖金（基于费用收入）而不是贷款的质量。

有些大型投资银行自身会发起一些贷款，而大部分房屋贷款是由小的地区性银行发起的。这些小银行随后将贷款出售给较大的投资银行。投资银行将这些贷款证券化为销售给投资者的担保

⊖ Roger M. Showley, “Working Families See Little Hope For Homes,” *San Diego Union-Tribune*, March 23, 2006, http://www.signonsandiego.com/news/business/20060323-9999-1b23owners.html.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

债务凭证。然而，投资银行基于三个原因会持有大量的贷款和担保债务凭证的存货。第一，证券化过程需要时间，所以正处于证券化过程中的贷款都暂时被银行持有。第二，银行持有存货是因为交易部门需要为证券做市。最后，当一个投资银行创造了一个担保债务凭证时，它往往要保留一个很小数量的“保留”额。这三种形式的风险暴露导致投资银行在 2007 年 7 月至 2008 年 7 月间损失了 3 000 亿美元。有些人预测在“大屠杀”结束以前，总损失将会上升到 10 000 亿美元。[1]

担保债务凭证市场

担保债务凭证一般用来描述由固定收益资产池支持的证券。这些资产可以是银行贷款（担保贷款凭证）、债券（担保债券凭证）、个人住房抵押贷款（个人住房抵押贷款支持证券）等。担保债务凭证是资产支持证券的一种，资产支持证券是更一般的资产支持的证券，标的资产包括住房抵押贷款、信用卡应收账款、汽车贷款或其他债务。

要创造一个担保债务凭证，银行或者其他机构需要将标的资产（“抵押品”）转移给一个特殊目的载体。这个特殊目的载体是一个独立于标的资产提供者的法律实体，它发行由资产池中标的资产产生的现金流支持的证券。这个一般流程称为证券化。证券化生成的证券被分成很多档级，主要区别在于对资产池产生的现金流的索取权优先次序。优先档拥有第一优先权，夹层档次之，权益档最后。现金流被分配给特定证券的过程称为“现金流分配”（waterfall）（见图 C5-2 和图 C5-3）。现金流分配在担保债务凭证的协议中[2]会有详细说明，它包含了本金和利息的支付。

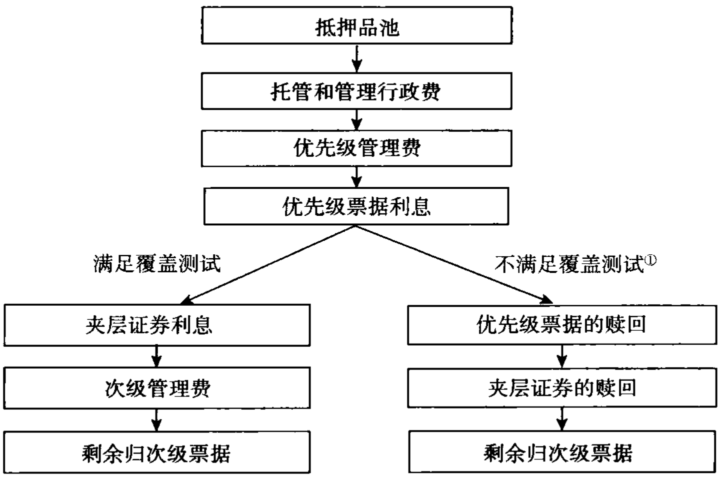


图 C5-2 担保债务凭证的利息分配

① 如果没有满足覆盖测试，并且一定程度上与本金收入无关，剩余的利息收入将会被用来尽可能赎回优先级票据，使得结构重新符合覆盖测试的要求。如果现金流无法支付当前到期利息，夹层证券的利息可能会被推迟支付并且计复利。

资料来源：Sivan Mahadevan (Morgan Stanley), “Structured Credit Insights,” April 30, 2008

[1] Peter Goodman, “Uncomfortable Answers to Questions on the Economy,” *New York Times*, July 22, 2008.

[2] An indenture is “the legal agreement between the firm issuing the bond and the bondholders, providing the specific terms of the loan agreement.” http://www.financeglossary.net.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

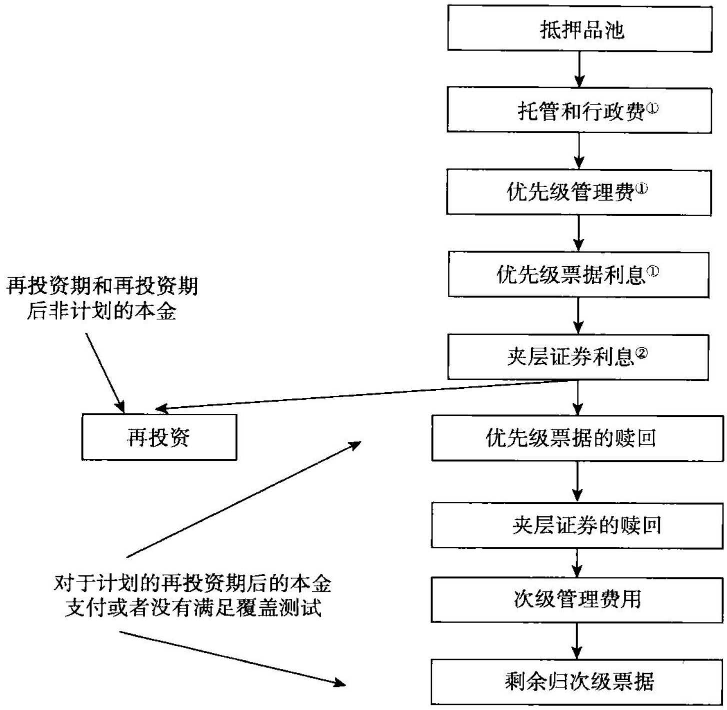


图 C5-3　担保债务凭证的本金分配

① 根据利息收入未支付的程度。

② 根据优先级票据的覆盖测试没有满足的程度以及利息收入未支付的程度。如果没有满足覆盖测试，剩余的本金收入将会被用来尽可能赎回优先级票据，使得结构重新符合覆盖测试的要求。如果现金流无法支付当前到期利息，夹层证券的利息可能会被推迟支付并且计复利。

资料来源：Sivan Mahadevan (Morgan Stanley), "Structured Credit Insights," April 30, 2008

创造担保债务凭证是一个复杂而且耗时耗力的过程。在创造和管理担保债务凭证过程中，所有专业人士，包括银行家、律师、评级机构、会计师、信托公司、基金管理人和保险公司都会收取相应的费用。换句话说，从抵押品中获得的现金流要比支付给所有证券持有者的现金流总和要多，两者的价差由创造和管理担保债务凭证的机构获得。

担保债务凭证的设计是为了向投资者提供符合其风险偏好的资产风险暴露，同时也提供流动性，因为它们每天都会在二级市场上被交易。这种流动性使得其他国家的政府能够获得美国住房抵押贷款市场的风险暴露并且自由买卖这种风险暴露。然而，由于担保债务凭证比公司债券复杂，它们会支付比相应评级的公司债券稍高的利率。

担保债务凭证使得专门从事房屋贷款业务的银行能够创造比其自身资本允许的更多的贷款，因为银行能够将它的贷款出售给第三方。银行因此能够发放更多贷款并且收取发起人费用。消费者也拥有获得更多资本的机会，投资者不但能够进入消费者贷款市场，而且能够准确地在其风险偏好水平上投资。

《结构化信贷手册》提供了投资者对担保债务凭证永不知足般贪婪的解释：

对（固定收益）资产的需求由于都集中在安全范围的两端而被严重分散了。在证券化迅速发展之前，市场上发行的固定收益工具的范围都集中在 BBB 等级左右，既满足不了绝对安全性，也无法提供可观收益。例如，AA 级和 AAA 级公司在债券发行量上相比 B 级或者更低级别的公司小

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

得多。为满足投资者对固定收益资产的可用性需求，结构化信贷技术在不断地改进。通过发行由债券或A级、BBB级和BB级贷款等的组合构成的担保债务凭证，金融中介可以创造一个更大的AAA级证券池和一个小的几乎包括所有风险在内的由无信用等级和低等级证券组成的证券桶。㊀

担保债务凭证的出现已经有20年，但是它们的真正流行却始于20世纪90年代后期。担保债务凭证券的发行在2005年和2006年都翻番了，2006年破纪录地达到了5 000亿美元。大型投资银行（负责发行和管理担保债务凭证的机构）中的"结构化金融"部门成为了华尔街发展最快的领域之一。这些部门和投资银行的交易部门一起在担保债务凭证市场做市，为2003～2007年银行机构的成功做出了巨大贡献。许多担保债务凭证因为它们的规模、投资者广度、评级机构的评级而具有高流动性。

评级机构

评级机构帮助把流动性引入了担保债务凭证市场。它们分析担保债务凭证的每个档级，并且作出相应评级，权益档担保债务凭证通常是不评级的。评级机构的人力有限并需要逐个地度量成百上千种担保债务凭证的风险。评级机构还利用历史模型来预测风险。尽管担保债务凭证已经存在了很长时间，它们直到最近才大规模的出现，因此历史模型不可能完全反映所有情况。然而，标的抵押品仍可以很准确地被评估。毕竟，银行已经从事房屋贷款业务长达几百年之久。评级机构仅仅需要将风险分配给合适的档级，并且理解作为抵押品基础的所有贷款是怎样互相相关的，这是一个理论上很简单但是实际操作中却相当复杂的工作。

相关性

对担保债务凭证的估值，最难的部分是确定相关性。如果贷款是不相关的，违约只随时间发生，资产多样性便能够解决大部分问题。例如，加利福尼亚的房地产危机与纽约的房地产危机没有任何关系，因此担保债务凭证只需要多样化资产的地理位置便可以保证稳定收益。由于低相关性，AAA级的债券种类是十分安全的，相应的利率支付将会接近AAA级公司债券，甚至美国国债。而高相关性则会产生投资无法多样化的风险，在相关性较高时，优先级债券和其他档级一样也可能受到损害。相关性不会影响担保债务凭证的总体价格，因为每一笔单独的贷款期望价值没有改变。而相关性却会影响每一个债券档级的相对价格：优先级债券的任何收益增加（弥补额外的相关性）必须由低档级债券的收益减少来抵消。㊁

如果一种与住房市场相关的证券包含地理多样化的抵押品，一般被认为具有低相关性。这是因为近期历史上还没有出现过全国范围内的房地产危机，并且地域性的房地产下跌是被隔离的。正如《华尔街日报》所报道的那样，"住房抵押贷款专家不断强调，房价不会在全国范围内同时降低，美联储会通过调低利率来保护市场。"㊂因为市场对这种假设的信心，高档级证券一般会收

㊀ Arvind Rajan, Glen McDermott, and Ratul Roy, *The Structured Credit Handbook* (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2007), 2.

㊁ Todd Buys, Karina Hirai, Wendy Kam, Charles Lalanne, and Kazuhiro Shibata, "Correlation of Risky Assets and the Effect on CDO Pricing in the Credit Crunch of 2007," student paper, Kellogg School of Management, June 5, 2008.

㊂ Gregory Zuckerman, "Trader Made Billions on Subprime," *Wall Street Journal*, January 15, 2008.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

到很高的评级（通常是 AAA 级）并相应地支付较低的利率。

担保债务凭证市场的发展

2008 年年中，对担保债务凭证发起人而言市场实质上已经死亡，但对冲基金仍在考虑它会不会再次出现。毕竟，担保债务凭证提供了流动性和投资者不断寻求风险的独特机会。银行将会花很长一段时间来处理已经承销但未能出售的杠杆贷款积压，但是它们在过去的一年中已经取得了显著的进展：起初的余额为 3 380 亿美元，现在已经降到了 1 050 亿美元（见表 C5-1）。一旦这些积压的贷款被清算，担保债务凭证的发行会再一次缓慢增加吗？对冲基金应该怎么做才能领先于市场呢？

表 C5-1　杠杆收购相关的杠杆贷款

估计的新发行债务积压从年初开始下降

	规模（10 亿美元）			
	总计	分配	机构贷款	债券
2007 年 6 月初始额	338.0		227.4	110.6
2007 年完成额	55.0		33.0	22.0
2007 年取消额	51.0		34.9	16.1
2007 年年末额	232.0		159.5	72.5
2008 年完成额	29.4		17.3	12.1
2008 年预计的私募销售额	15.0		15.0	
2008 年取消额和不确定额	35.0		22.2	12.8
剩余额	152.7	35.0	70.0	47.7
除分配外剩余额	117.7			
翰森/亨斯迈	11.9		6.0	6.0
除亨斯迈外余额	105.8	35.0	64.0	41.7

注：所有信息来源于公开新闻或者基于研究员预测

注：这个债务积压追踪了杠杆收购相关的杠杆贷款，这些贷款已经由大型投资银行承销但尚未完成。
资料来源：Peter Acciavatti（JP Morgan），"Midyear 2008 High Yield and Leveraged Loan Outlook and Strategy," June 28, 2008.

一些基金认为新的担保债务凭证发起人的市场会很快回转，然而另外一些却不这么认为。许多担保债务凭证投资者，尤其是对冲基金，依赖杠杆来赚取目标绝对收益。比如，在 2006 年和 2007 年上半年，投资者可能会购买优先级担保债务凭证，尽管它的收益仅仅比伦敦银行同业拆借利率高 50 个基点。然而，投资者会将投资运用 25 倍的杠杆来赚取和权益档相同的收益，或者说比伦敦银行同业拆借利率高出 1 250 个基点的收益。正因为如此，一些投资者担心，担保债务凭证市场直到投资银行向它们的客户提供充足和廉价的债务资金前将不会获得收益，就像 2007 年夏天之前一样，当时的实际情况是市场在很长一段时间内没有获得收益。

银行债务和低门槛热潮

公司银行债务市场与产地产泡沫至少在有一个方面很相似：泡沫化的信贷市场和金融创新的发展导致贷款发放严重偏离了传统形式。在杠杆收购盛行的推动下，低门槛的公司银行债务允许

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

公司不经过维持条款[一]即经营杠杆率（负债/EBITDA）和利息保障比率（EBITDA/现金利息）而运作。发起人（杠杆收购机构）需要作为交易对手的贷款人放松条款，并利用银行巨额收入来源来施加影响。2007年年中，低门槛债务交易量不断膨胀并且交易不断规范（见图C5-4）。就像在住房抵押贷款市场，证券化也扮演着重要的角色。

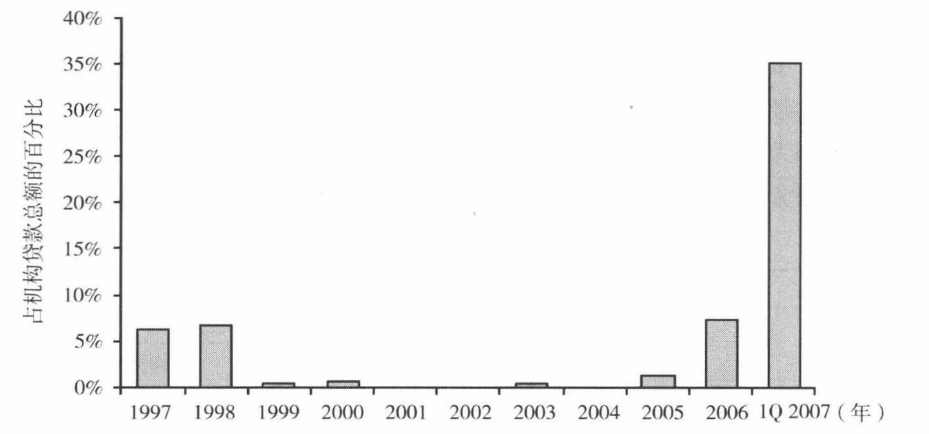


图 C5-4　低门槛贷款发行的爆发

资料来源：Morgan Stanley, "Focusing on Recoveries," April 11, 2007.

贷款人知道通过组合成担保贷款凭证的方式可以转移大部分次级低门槛贷款。这些担保贷款凭证的购买者是第三方。这些第三方不像银行那样困扰，因为它们不必费心地将这些贷款持有至到期。投资者通常只会在总体水平上分析贷款信息，而不会逐笔分析贷款。这掩盖了最差贷款的问题，这些最差贷款大多是杠杆收购支持的低门槛交易。评级机构通常给予投资者一种关于证券的错误感觉，帮助他们很少履行尽职调查而辩护。惠誉的一份研究表明低门槛贷款在担保贷款凭证中的比例比在整个市场中的比例大约高50%。[二]

更为复杂的是，实物支付规定能使公司仅仅增加额外的债务而不是支付现金利息。"权益消除"也是被允许的，所以万一公司拥有维持协议，技术上的违约将会被小的本应计入银行的EBITDA[三]的权益消除。正如《华尔街日报》所述，"银行家们开始为那些没有充足现金流公司的债务交易进行营销。这些公司中就包括克莱斯勒，它大量消耗却无法产生现金流。还有第一数据公司，它收购后的现金流几乎无法满足利息支付和资本性支出。"[四]

2007年年中开始，金融行业开始衰退。这为流动性增加了溢价，并且拉低了一般的杠杆化证券和某些杠杆化贷款的价格。银行贷款遭遇巨大打击，因为投资银行持有大量存货，这些存货需

㊀ 维持协议在贷款契约中有详细说明并且最近12个月的基础上每季度计算一次。杠杆协议一般指债务对息税折旧摊销前利润的比率上限以及息税折旧摊销前利润对现金利息的比率下限。大多数银行贷款在2006年和2007年上半年以前包含这些协议。

㊁ Maintenance covenants are specified in a loan indenture and measured quarterly on an LTM (last twelve months) basis. The leverage covenant typically specifies a certain ratio of debt to LTM EBITDA above which the company cannot go. The coverage covenant specifies a certain ratio of LTM EBITDA to LTM cash interest below which the company cannot go. Most bank loans contained covenants such as these before 2006 and the first half of 2007.

㊂ 息税折旧摊销前利润不是一个公允的概念，然而，它在度量现金流时常被银行用来确定借款的公司是否满足它的协议。普遍存在的"维持协议"表明总债务不能超过息税折旧摊销前利润的指定倍数。

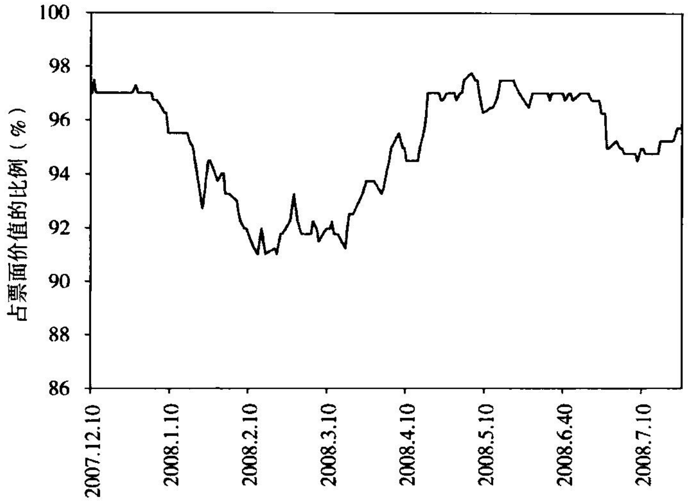
㊃ Greg Ip and Jon Hilsenrath, "Debt Bomb: Inside the 'Subprime' Mortgage Debacle," *Wall Street Journal*, August 7, 2007.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

要被清算，以改善资产负债表状况。

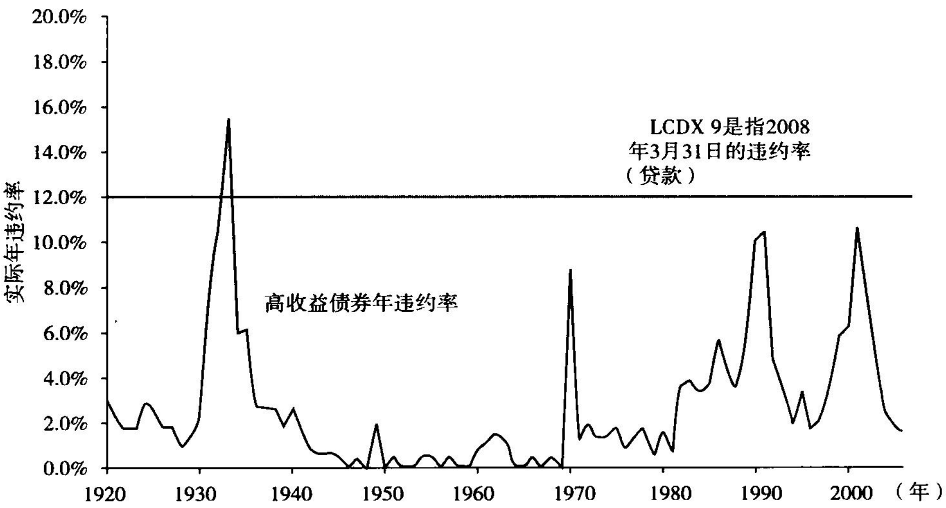
银行贷款市场在2008年2月触底（见图C5-5），2008年夏天稍微回调。图C5-6显示，投资者为了证明对银行债务估值的合理性，需要假设违约率达到了大萧条后没有出现过的水平，并且在到期前保持不变。根据这个观点，一些投资者增加了他们在银行债务市场上的头寸。非传统的玩家，如私募股权投资机构，常常以直接与银行进行大型私募交易而非在公开市场上购买的方式进入市场。黑石集团曾宣称从2008年78亿美元的杠杆贷款投资中获得了20%收益。㊀



图C5-5　2008年银行贷款的价格

注：LCDX 9是一种标准的、可交易的北美贷款信用违约互换指数。

资料来源：Markit LCDX Analytics，http://www.markit.com/information/products/category/indices/lcdx/analytics.html.



图C5-6　历史上的年违约率

资料来源：Kellogg student/faculty presentation by Ares Management，Spring 2008.

㊀ Pierre Paulden and Jason Kelly，"Blackstone Gains 20 Percent Buying $7.8 Billion of LBO Loans，" *Bloomberg News*，August 6，2008.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

某些对冲基金更倾向于低门槛贷款，而不是投资于整个银行贷款市场。尽管新的低门槛贷款不大可能被引入市场，许多已经存在的低门槛贷款却被疯狂地交易。低门槛贷款被认为具有有限的短期违约率，因为公司一般会保证持续经营，除非现金流断裂。然而，一旦这些违约最终发生了，问题就变成了贷款回收率会不会明显低于82%的历史平均水平（见图C5-7）。因为低门槛贷款在2005年之前并没有大量存在，而过去又没有低门槛贷款的违约事件发生，投资者很难确定估值中使用什么收益率才正确。低门槛贷款以高门槛贷款（传统贷款）的折扣交易，并且二者的价差持续地扩大（见图C5-8）。那些投注低门槛贷款能够保证质量的基金获得了巨大的收益。该图还显示出另一个矛盾：相比高门槛贷款而言，低门槛贷款具有较低的名义票面利率。这是因为，2006～2007年上半年间贷款发放十分宽松，而大部分低门槛贷款都是在这期间完成的。

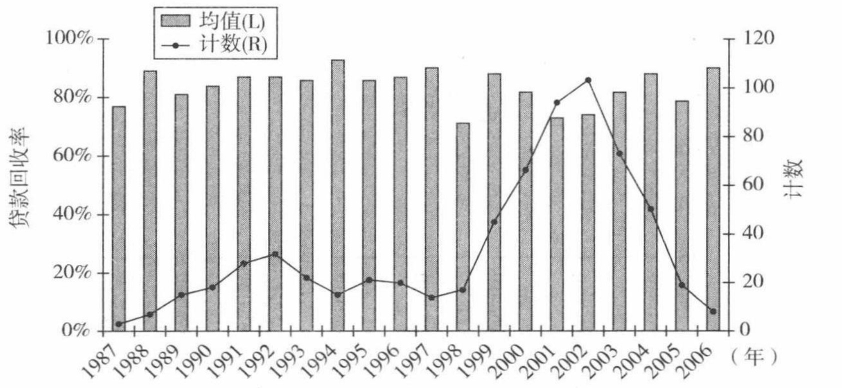


图 C5-7：违约年份的贷款回收率

资料来源：Emery, Cantor, Keisman, and Ou, (Moody's), "Moody's Ultimate Recovery Database," April 2007.

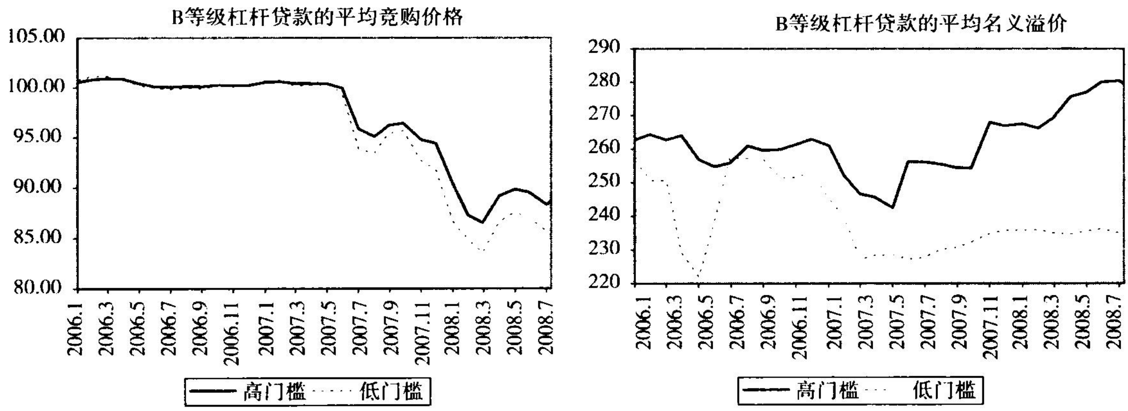


图 C5-8 B等级杠杆贷款

资料来源：S&P LCD, August 11, 2008, author analysis.

尽管两种贷款的价差在不断扩大，那些认为价差将会进一步扩大并据此投资的投资者还在继续盈利。2008年8月11日，B等级低门槛贷款的价格比高门槛贷款低336个基点。为了分析二者价差是否会扩大，投资者必须对未来的违约率和回收率进行假设（见表C5-2）。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 C5-2 低门槛贷款估值时所需的违约率和回收率

回收率差异	年违约率					
(%)	3%	4%	5%	6%	7%	8%
5	244	264	283	303	323	343
10	303	343	383	423	463	503
15	363	423	483	543	603	663
20	423	503	583	663	743	822
25	483	583	683	783	882	982
30	543	663	783	902	1 022	1 142
35	603	743	882	1 022	1 162	1 302
40	663	822	982	1 142	1 302	1 461
45	723	902	1 082	1 262	1 441	1 621
50	783	982	1 182	1 381	1 581	1 781

非低门槛贷款的基点折现
假设：8% 的折现率
5 年的贷款周期
低门槛贷款 46 个基点的平均息票折现

资料来源：Stephen Carlson，"Covenant-Lite Bank Loans：What Will Be Their Implications in a Period of Significant Defaults, and Are Markets Correctly Pricing the Risk?" student paper，Kellogg School of Management，August 2008.

一些基金认为，经营低门槛银行债务的最好方法是通过相对价值交易。投资者可以分析有担保的低门槛银行贷款收益并且将其与相同公司的无担保债券收益做比较。如果二者收益接近，就存在做多有担保的银行贷款/做空无担保债券的交易机会，因为银行债务在债务人破产情况下比债券回收的更多。如果公司风险增加，无担保债券和相同公司的有担保银行债务间的利差应该会加大（见图 C5-9）。在这种资本结构套利交易下，投资者在不同证券的回收率差别上下赌注。两种证券的违约率会一致，因为由同一公司发行。

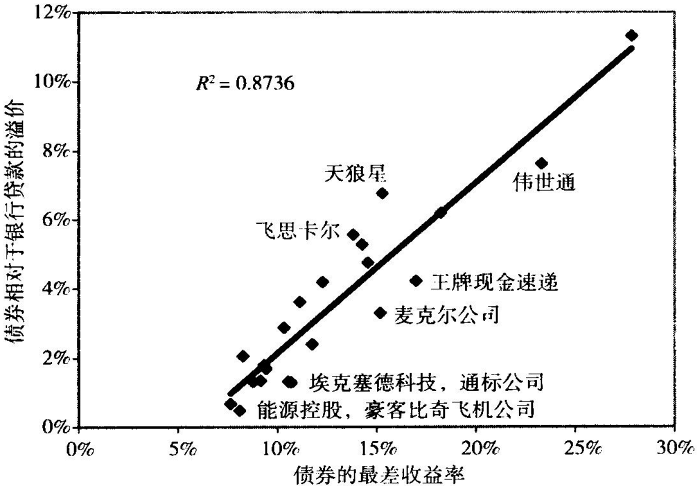


图 C5-9 有低门槛贷款公司银行贷款和债券的溢价

注：最差收益率（Yield to Worst，YTW），没有发行人违约的债券的最低潜在收益率。当发行人使用提前偿还、赎回、偿债基金等条款时，最差收益率被用来计算假设发行的最坏情况能够获得的收益。它用来度量最坏情况时的收益，即在最坏情况时能帮助投资者控制风险和确保收入要求。

最差收益率在所有可能的赎回日期都会被计算。如果债券有看涨和看跌条款而且发行商能基于当前市场利率提供较低票面利率时，一般认为提前偿还发生。如果市场利率比当前债券收益率高，最差收益率计算就会假设没有提前偿还发生，此时的最差收益率就等于到期收益率。计算过程中当前利率是假设不变的。最差收益率是到期收益率和赎回收益率中的最小值（如果债券有提前偿还条款）；最差收益率可能与到期收益率相同但是不会高于后者。

资料来源：Stephen Carlson，"Covenant-Lite Bank Loans：What Will Be Their Implications in a Period of Significant Defaults, and Are Markets Correctly Pricing the Risk?" student paper，Kellogg School of Management，August 2008.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

图 C5-9 中所有公司都是：①第一顺位的低门槛银行债务；②无担保债券；③容易接受的价格；④银行债务比债券先到期。斜线右边的公司代表做多银行债务/做空债券的机会。这种机会对于同时具有低绝对利率的公司（能源控股和豪客比奇飞机公司）尤其诱人。斜线左边的公司代表相反策略。投资者还可以通过分析同一公司的第二顺位银行债务和无担保债券来采取一个相对策略。破产时，无担保债券只有在第二顺位银行债务收回抵押品价值后才能获得支付（见专栏 C5-3）。在抵押品价值回收后，第二顺位银行债务与无担保债券的债权人拥有同样的权利。因此，通常情况下，第二顺位银行债务比无担保债券的收益率低。

专栏 C5-3 杠杆贷款和垃圾债券

贷款

此处涉及的银行贷款是杠杆贷款。一份银行贷款在如下情况发生时就会归类为杠杆贷款：[㊀]

- 借款公司拥有大量投资级以下的债务，即 Baa3/BBB 级（来自于穆迪和标准普尔的定义）以下。
- 借款公司的债务/EBITDA 的比率大于或等于 3。
- 贷款能承受比伦敦银行同业拆借利率高大于等于 125 个基点的利率。

杠杆贷款一般规定借款公司应将所有（或大部分）资产作为抵押品。在某些杠杆贷款中，会通过协议将贷款人分成两类：第一顺位和第二顺位。第二顺位相比第一顺位是合同上的次级关系。

有些杠杆贷款可能有传统的完全协议，而另外一些则可能是低门槛协议。

债券（垃圾债券）

垃圾债券是典型的无担保债券，因此在借款公司破产情况下拥有相对较低的对公司资产的索取权。尽管每次破产的情况各不相同、各有特点，破产公司的债券持有者一般比银行债务持有者回收的少得多。银行贷款平均回收率是 82% 而优先级无担保债券（债券的最常见形式）的回收率是 38%。[㊁]

这种异常和其他许多异常都存在，因为大额银行债务的持有者（包括有大型银行业务的许多困境银行）由于监管或者流动性约束被迫将手中持有的银行债务卖掉。银行持有的债券则相对较少，因此债券市场没有感受到有担保银行债务市场面临的出售压力。对冲基金应该如何做才能利用这样的机会？如果它们做出了错误的选择，将会面临什么风险？它们如何才能最好地设置交易来对冲头寸？什么能将市场带回正常的水平？能够准确回答这些问题的对冲基金将会获得巨大利润。

㊀ Timothy Aker (Prudential), "Leveraged Loans: Capturing Investor Attention," July 2006.
㊁ Emery, Cantor, Keisman, and Ou (Moody's), "Moody's Ultimate Recovery Database," April 2007.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

凯马特、西尔斯和 ESL：从对冲基金到世界顶尖零售商之路

非同寻常的周末

2003 年 1 月 11 日，是艾迪·兰伯特所经历的最为离奇的一个周六。躺在廉价汽车旅馆的浴缸里啃着冷鸡肉，这绝非是格林威治大多数百万富翁度周末的方式。不幸的是，当时的情况何止是离奇，它还充满了不详的气息，兰伯特身穿正装、蒙着眼睛、铐着手铐。

时间倒回到 24 小时前，42 岁的兰伯特正坐在他麾下的价值数十亿美元的对冲基金——ESL 投资公司的办公室里，该对冲基金的客户包括精明的机构和声名显赫的人物，如迈克尔·戴尔和大卫·格芬，不过兰伯特本人才是最大的投资者。他在这个周五已经花了大量时间研读凯马特公司破产保护案的相关资料，尽管得到在公司重组方面有着丰富经验的律师、银行家、会计师助阵，他仍力求亲自弄懂违约债券转换为股票的每个细节。经过初步阅读，兰伯特认为他嗅到了其他零售商和私募股权投资机构忽视的巨大商机。他已经以不到面值一半的价格吸纳了数额巨大的凯马特公司违约债券。在放手一搏买入更多份额，成就职业生涯中最大的一笔交易之前，他自然希望能够将上涨的潜力和下跌的防范措施研究到事无巨细的地步。毕竟这场冒险关乎他的荣誉，当然，更重要的是，关乎他的金钱。

而就在数小时之后，当兰伯特意外地面临另一场非比寻常的冒险时，他明白了一个道理：名誉和金钱其实算不上是最贵的赌注，生命才是。当天晚上 7 点半左右，在他离开格林威治的低层办公楼，到车库取车时，四个陌生男人朝他逼近，然后其中一个突然拔出手枪，随后兰伯特被他们塞进了旁边一辆汽车的后备箱里。或许我们可以想象，在他试图判断出这辆疾驰在 95 号州际公路上的汽车行驶方向的前一刻钟，他的脑海中还满是凯马特公司破产保护项目。之后，他将不得不费尽心思进行一场与以前截然不同的谈判。

事件后续：2004 年 11 月

兰伯特一直是某种意义上的神秘人物，他总是避免让 ESL 投资公司在媒体上抛头露面，而在以很小的一笔赎金为代价，说服绑票者放人之后，他变得几乎深居简出了。（事实上，他从未兑现过那笔赎金，而在那帮天真的绑票者用兰伯特的信用卡订购比萨时，很快便被乖乖请到了警

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

察局。)

尽管兰伯特希望自己远离聚光灯的包围圈，但这并不意味着当一项颇具吸引力、但同时也会带来更高媒体曝光率的投资机会摆在他面前时，他会因此而拒绝。绑票事件过去后，兰伯特除了仍然是天才的对冲基金管理人外，同时还兼任了凯马特控股公司（那家老字号的零售企业重组后新成立的公司）的董事长。接着，在2004年11月17日，兰伯特宣布已同西尔斯公司的董事会达成协议，以110亿美元的现金或凯马特公司股票收购该公司。这一消息在金融界引发了不小的地震，而从华尔街反馈来的研究报告则表明，他们就这场并购是否明智出现了极大的分歧。尽管兰伯特的对冲基金连网站都没有，但他即将成为美国第三大零售公司董事长的事实，让他保持低调的愿望几乎不可能实现了。美国《商业周刊》发表了好几篇以兰伯特为专题的主流报道，而某一期封面报道的截稿日期显然是在并购消息发布的几个小时甚至是几天前，该文章的标题是一个谄媚色彩十足的问句："下一个沃伦·巴菲特?" ㊀

案例重点

仅仅在十年前，如果让一个基金经理来担任凯马特公司和西尔斯公司的董事长还是个异想天开的想法。但资本市场近二十年间发生的显著而迅速的变化，让这件事情从不可能变成了现实。本案例回顾了这些变化，并探讨了金融投资者（主要是私募股权投资基金和对冲基金）是如何在并购领域成为战略投资者（收购行业内其他公司的公司）强劲对手的。案例主要围绕两个问题展开：第一，作为一个谨慎的金融投资者，ESL投资公司在2002年买下凯马特公司违约债券控制性份额的决策是否明智？第二，作为一个战略投资者，ESL旗下的凯马特公司收购西尔斯公司的决策是否明智（2004年11月公告，2005年3月完成）?

凯马特的兴衰

凯马特公司的前身可追溯到1899年创办的Kresge公司。近20年来，它陆续收购了博多思书店、瓦尔登书店、体育运动专营公司以及麦克斯办公用品公司。由于在互联网业务上的经营不善，低效的物流供应链又令它无法做到和竞争对手沃尔玛和塔吉特一样的低价，凯马特面临着重重问题：停滞不前的单店销售额、较低的单位平方英尺销售额、消费者关于店铺环境的混乱和商品陈旧过时的埋怨。这些情况一直到2002年第二季度还未见任何起色。1990年，沃尔玛和凯马特的销售额还同为320亿美元，其后凯马特的销售额就始终停留在这个水平上，而沃尔玛的销售额则不断地增长，并在2002年超过了2 500亿美元。㊁(公司间的比较见图C6-1。)《华尔街日报》一篇描述凯马特陨落的文章揭示了沃尔玛在这几十年期间扮演的角色：

20世纪70年代后期，沃尔玛的销售额尚只有凯马特的5%；当时它仅有150家分店，而凯马特有1 000家左右，且大部分位于市区。随后，沃尔玛大举向美国乡镇地区进军，并逐渐建立了一套借助技术减少库存、最大化货架利用率、维持行业最低价格的体系。这样，当沃尔玛最终迎

㊀ *BusinessWeek*, November 22, 2004.
㊁ COMPUSTAT database.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

头赶上凯马特时，它拥有了令凯马特管理层束手无策的巨大价格优势。㊀

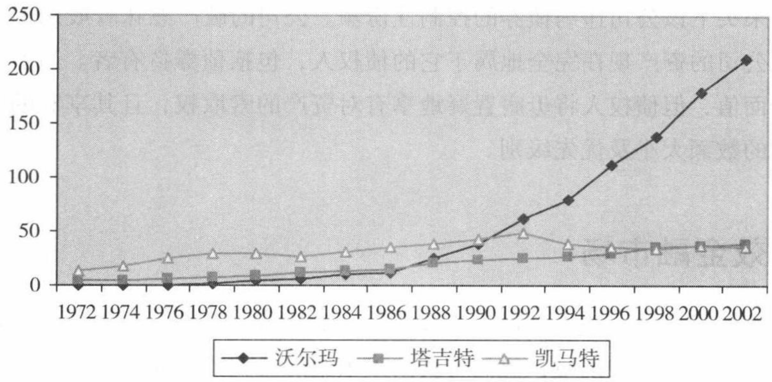


图 C6-1　1872～2001 年凯马特、塔吉特、沃尔玛的销售额（单位：10 亿美元，以 2001 年为基础）

资料来源：COMPUSTAT database; Bureau of Labor Statistics; author's calculations.

2001 年的经济衰退，再加上其后的“9·11”事件，令凯马特的业务遭受了沉重打击。在某个节假日购物季，为了追上沃尔玛，首席执行官查尔斯·科纳韦在拟定某些特定商品的降价措施之后，采用了一项鲁莽的营销策略：凯马特将大额削减广告预算开支，并将省下来的资金用来全力应对沃尔玛的价格战。计划如期执行，结果却惨不忍睹。由于宣传不力，凯马特并没有吸引到多少新顾客。那些去了的顾客则十分惊喜地发现他们捡到了便宜。2001 年 11 月，公司股票的交易价格已不足每股 5 美元（见图 C6-2），于是凯马特不得不卖掉价值数百万美元的亏损项目，以及市场价值已低于账面价值的大量存货。作为错误的假期销售策略带来的后遗症，公司还面临着资金周转不灵的问题。当某家供货商宣布凯马特未能如约付清货款时，这个有着 103 年悠久历史的公司在 2002 年 1 月 22 日依据《破产法》第十一章申请了破产保护。3 月上旬，科纳韦被解聘，公司制定了在 2003 年 6 月前走出破产困境的富有雄心的计划。

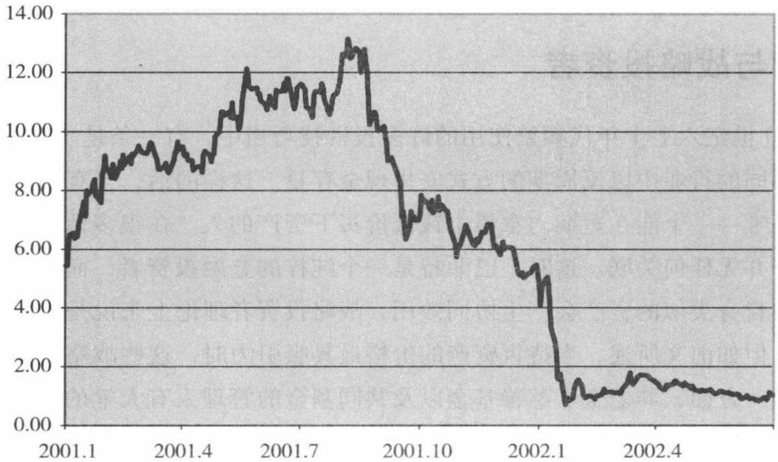


图 C6-2　2001 年 1 月～2002 年 7 月凯马特的日收盘价

资料来源：Bloomberg.

㊀ “Kmart to Buy Sears for $11.5 Billion,” *Wall Street Journal*, November 18, 2004.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

不久后，从事困境债务交易的对冲基金纷纷开始研究凯马特公司的资产状况，但它们都没有能力也没有魄力来买下该公司违约债券的控制性份额。公司的破产意味着股东们全部投资付诸东流。故而凯马特公司的资产现在完全地属于它的债权人，包括债券持有者。当然，债券清偿的数目一定会远低于面值，但债权人将毋庸置疑地享有对资产的索取权，且其享有的索取权份额取决于他所持有债券的数额大小及优先级别。

破产和非有效金融市场

大部分破产案的情况是，如果公司最终被清算，债券持有人将会获得出售资产所得的现金作为补偿；如果公司走出了破产困境，他们将会获得重组后公司的股份。无论哪种情况，破产程序中的每一步都需要取得破产法院和大多数债券持有人的同意。由于该程序繁琐复杂，加上本身的专业背景又局限于传统权益估值和债务利差分析，主流的投资管理人难以评估包含违约债务投资组合的风险和收益。而且，很多养老金和共同基金管理人被规定禁止投资与破产相关的资产，甚至禁止投资于垃圾债券（高收益债券），即那些被标准普尔和穆迪等评级机构定义为发行人有较高破产风险的债券。

资产索取权的分析、与其他债券持有人达成协议以及争取到破产法院许可的种种困难，促进了一个小众行业即破产专家的兴起。在20年前，这些专家主要由律师转型而来，因为他们发现，公司在竞争对手或是邻近市场中具有强势地位的公司面临破产，意欲趁低价抢购该破产公司资产的时候，急需这类专家来帮忙出谋划策。而收购破产资产，被公认为公司并购的策略之一。这类资产往往对公司现有的正常业务发展有推动作用，破产则等于是天赐良机。但因为大部分同行业中的公司处在相同的商业周期中，竞争对手的破产往往意味着该行业中幸存下来的公司状况也同样不佳，从而无心也无力花钱来进行并购。这个时间差的存在激发了金融投资者对破产相关业务的兴趣。

金融投资者与战略投资者

巴菲特在20世纪六七十年代频繁使用的许多投资技巧当中，有一条是“时刻做好万全准备”并同时在几个不同的行业中以反周期的方式安排现金存量。这样的话，当有公司破产或是遭遇困境时，巴菲特是唯一一个能在短期内拿得出钱低价买下资产的人。在很多情况下，这些资产和巴菲特已有的资产并无任何关联。这时，巴菲特是一个纯粹的金融投资者，而非战略投资者。由于兼并经营方式与自身类似的资产会产生协同效用，战略投资者理论上来说是愿意支付比金融投资者更高的价格，但如前文所述，当待售资产的价格最具吸引力时，这些战略投资者却往往心有余而力不足；而另一方面，养老金、慈善基金以及共同基金的管理人有大笔的资金可供调用，理论上能开出可与巴菲特叫板的报价，但这些管理人没有足够的专业知识背景，而且在许多情况下也没有充分的灵活性来买下数额庞大、流动性低、成分复杂的资产。

艾迪·兰伯特从一个对冲基金管理人到凯马特公司的董事长，继而成为西尔斯公司收购方的过程，是金融投资者过渡为战略投资者的一个实例。在2002年的时候，尽管让一家同是仓储式零售商的企业来兼并凯马特可能会带来诸多的好处，但资金压力加上极低的风险偏好，让那些潜

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

在买家们宁肯在其破产重组过程中选择袖手旁观。而 ESL 投资公司尽管已是数个上市公司的大股东，兰伯特手头仍然有充裕的资金应时而动，且这一点不会受宏观经济和凯马特所处的零售商行业整体状况的影响。

私募股权投资

从定义上来说，私募股权投资通常分为风险投资基金、杠杆收购基金和夹层基金。风险投资基金致力于发掘尚处于创业期的中小型公司，以期它们在数年后能发展成为具备成功上市所要求的规模和业绩的成熟企业。可以预见，大部分的投资项目很可能会走向失败。风险投资基金也清楚地认识到这一点，故而它们倾向于高风险、高收益的投资组合。夹层基金占私募股权投资市场的极少数，主要业务是满足那些希望借入数额较小的次级债的成长型公司的融资需求。

杠杆收购基金与风险投资基金的投资风格大相径庭，它收购成熟的企业并期望获得可观的中期投资收益。杠杆收购基金之所以能拥有良好的投资收益主要是基于市场的以下两点不足。第一，尽管历史上曾作出过种种的努力，上市公司股东和管理层的激励从未有效统一过。公司的所有权越是分散，采取“股东积极主义”就意味着要投入更多的时间精力和建立更为庞大的组织机构，于是股东就越难保证管理层始终为了股东权益最大化而服务。因此，上市公司的管理效率有时未必比非上市公司高，换句话说，上市公司管理层可能追求的目标不是公司利润最大化，而是其他的某些东西。比如，管理层可能最关心的是他们职位的高低，或是薪酬福利的多少，或是政治影响力的大小等等。上市公司私有化后，不论是采用直接管理还是严密监督的方式，杠杆收购基金相信，通过实行削减开支和资产变现等举措，公司将证明继续存在的价值。

第二，某些类型的公司即便是管理完善，但仍长期被股票市场低估，而杠杆收购基金可以弥补市场的此类不足。只要是上市公司，有些费用就不可避免，如编制股东要求的定期报告，以及向美国证券交易委员会、全国证券交易商协会、纽约证券交易所及其他的法定机构披露信息的开支。由于监管机构变得更为严苛，加上证券交易所又新规定除采用新的会计准则外，所有上市公司必须执行《萨班斯－奥克斯利法案》，这些成本就随之水涨船高了。对于较小的公司，这些费用会分摊到股东头上，且分摊数额与所占股份并不成比例。某个杠杆收购基金管理人曾经说道：“许多中等规模的公司费尽周折也不能引起研究员和投资者的兴趣，它们感到自己被股票市场孤立了。”㊀

杠杆收购基金近年在并购领域开始明显地活跃起来。自 2001 年的衰退开始，传统的战略收购者就基本不再用并购的方法来推动业绩和效率的提高了，而且因为有了 20 世纪 90 年代后期过度扩张的前车之鉴，他们的股东大致上是认可这种谨慎态度的。而杠杆收购基金则恰恰相反，由于人们越来越信赖机构投资者，它们的资金非常充足。1997～2000 年，杠杆收购基金募集的资金多于同期使用的资金。2001～2002 年的衰退期，新增杠杆收购基金数量的下降要比整个并购市场缓慢得多。这些有利因素综合的结果是，1999～2004 年私募股权投资发起人募集到的资金额，与从该行业存在时起到 1998 年的总和相当（见图 C6-3）。

㊀ Paul Finnegan presentation at Kellogg Private Equity Conference, March 2005.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

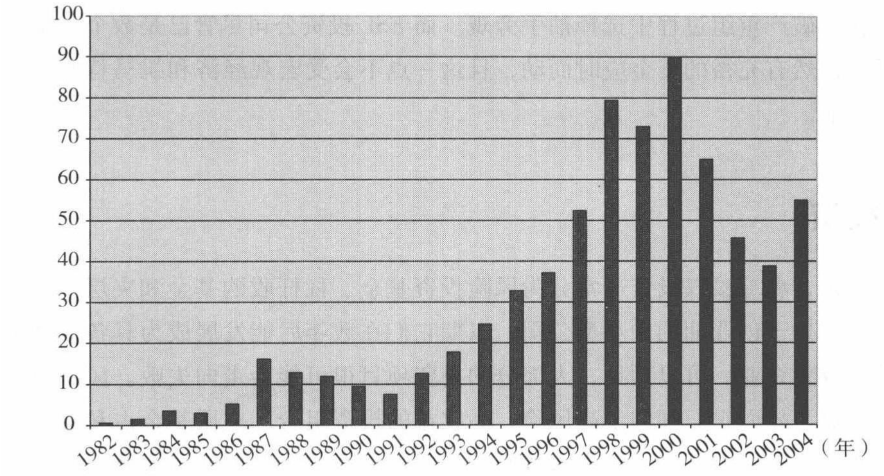


图 C6-3　美国私募股权投资行业每年新成立基金的募集资金（单位：10 亿美元）

资料来源：Venture Economics and *The Private Equity Analyst*, cited in Finnegan presentation.

当一家杠杆收购基金打算收购上市公司，或是买下急需资产剥离的上市公司大的业务单元时，它自己只会出小部分的钱，并通过负债支付其余的大部分交易对价。通常他们在高收益债券市场就能够融到数倍于权益出资并足以完成大额交易的资金。基金还会设立一个独立的法律实体，这样万一所投资的公司最终破产，自己并不负有帮其还债的义务（即仅在出资范围承担有限责任）。而高收益债券的投资者之所以愿意借钱给这些公司，一是因为债券的利率很高，二是负责收购的杠杆收购基金拥有良好的资金运作记录。而且就算最后业务失败并违约，债券持有人将会成为公司新的所有者，这至少会挽回部分损失。

前文提到过，在 2001 ~ 2004 年的衰退期，杠杆收购基金的新增资本下降并不很明显，事实上，在这期间的低利率水平还给这些基金带来了好处。2001 ~ 2003 年，短期利率和长期利率都有所降低，表明经济的整体状况不大景气，战略投资者也因此对并购活动望而却步。然而，这种情况对杠杆收购基金却是有利的，因为杠杆收购机构需要通过负债来完成交易规模数倍于自有资金的收购交易（见图 C6-4 和图 C6-5）。利率的下降则意味着在并购活动中杠杆倍数的上升，从而可以产生更大的杠杆效应。

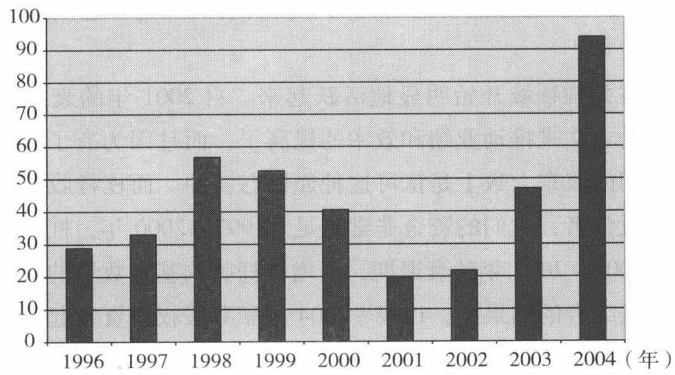


图 C6-4　杠杆收购交易价值

资料来源：Standard & Poor's, cited in Finnegan presentation.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

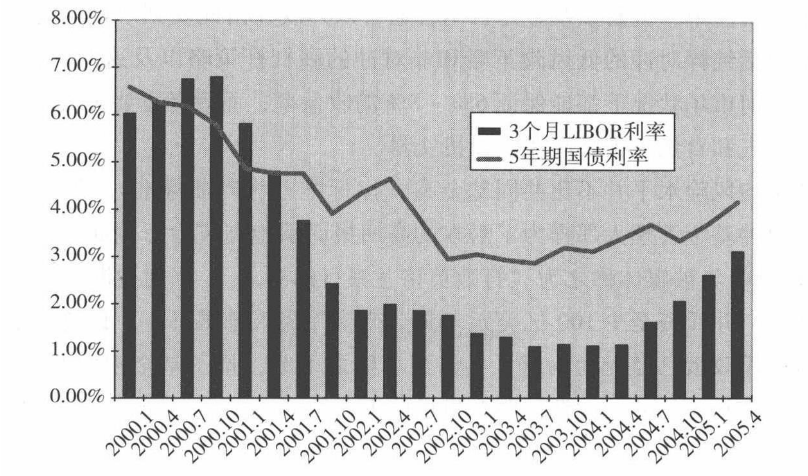


图 C6-5 伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）和国债利率

资料来源：Bloomberg.

对冲基金

近年来，有些类型的对冲基金和杠杆收购基金之间的界限已经相当模糊了，但大多数对冲基金的投资模式还是和杠杆收购基金大不一样的。对冲基金可看作是不受监管的共同基金。根据监管机构的相关政策，如果对冲基金不公开发售基金份额，并且全部合伙人的投资额和资格都符合条件的话，就可以不受《1940 年投资公司法》的规定。尽管美国证券交易委员会在 2005 年动了制订一套新的行业法规（具体作用范围还尚不确知）的念头，但多年以来，除了只能向大型机构投资者和特许个人投资者募集资金这一点外，对冲基金不受任何法规的约束。美国对冲基金业的监管理念是：对于那些富有的且经验丰富的对冲基金投资者，应该尊重他们的意愿，由他们自己来决定管理他们资产的人选以及愿意承担的风险高低；相反，对于投资于共同基金的中小投资者，为保护他们的利益不受损害，应该设置重重的法律条款来规范基金管理人的行为。

对冲基金管理人不像传统的基金管理人那样受到只能做多的限制，许多共同基金所没有的投资策略也由此延伸而来。其中最为典型的一种策略是在买入看涨股票的同时卖空看跌股票。一般情况下，应用此投资策略的基金管理人都是持市场风险中性的态度，也就是说，既然他们持有大致相等的多头和空头，组合的收益率就不会受到整个股市波动的较大影响。这种投资策略满足了那些偏好绝对收益而非相对收益的投资者需求。采取多头－空头策略的基金管理人的目标是，无论股市处于牛市或熊市，基金每年都将盈利。

对冲基金在其发展早期，即机构投资者大量涌入该行业的 20 世纪 90 年代之前，大多采取的都是这种多头－空头策略或其他类似的对冲策略，因此它们被称为“对冲基金”，尽管后来发现这个名字已经并不贴切，但还是被沿用了下来。为此需要强调的是，共同基金和对冲基金的最主要差别并不在于“对冲”二字，因为对冲基金采取的不一定就是对冲策略，而共同基金也不一定就不能对冲其投资风险。事实上，共同基金可以通过购买看跌期权来防范（对冲）股票组合下跌的风险，或是卖掉看涨期权，放弃股票投资组合的一部分潜在收益以换取有保证的收益流。其实

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

把两者区分开来非常简单，就看该基金是否向普通公众开放并由此受到严格监管就可以了。对冲基金的投资风格包括纯粹对冲的低风险策略和非对冲的高杠杆策略以及这两个极端的中间地带，前者的目标是在任何市场状况下都能保证6%～8%的收益率，而后者主要进行的是关于外汇、大宗商品、甚至是天气和自然灾害的高风险投机交易。

对冲基金的平均风险水平并不比共同基金高（以标准差为判断标准）。但是共同基金管理人绝不可能像少数对冲基金管理人那样为了潜在的高回报而承担高风险。例如，量子基金负责人乔治·索罗斯，在1992年被媒体称之为“打败英格兰银行的男人”，当时他断定英国不久后将被迫退出欧洲货币体系，并斥资至少100亿美元来卖空英镑并买入德国马克。最终，他的这场豪赌迫使英国当局承认货币政策已经无力为继，英镑汇率随之下跌，量子基金因此获得了10多亿美元的利润。与宣扬历史收益的波动性低于股票市场的大多数对冲基金不同，这类占据报纸头版的风云基金属于少数派。

对冲基金的投资策略中，能够实现与股票市场和债券市场风险基本不相关的策略包括可转换证券套利策略、风险套利策略和困境债务交易策略。可转换证券策略是买入一定条件下可转换为公司股票的债券并同时卖空该公司普通股，以期在同一家公司发行的两种不同证券中寻找套利机会，或是通过不断调整其投资组合中的头寸来充分实现可转换证券中隐含的“波动性价值”或“期权价值”。风险套利策略则是把赌注压在已公告的并购是否能如期进行上面。如果交易者买入目标公司的股票并卖空潜在收购方的股票，就代表其认为并购交易最后会成功。由于有谈判破裂的可能性，双方的股票通常存在价差，直到并购交易成为铁板钉钉的事实时，该价差才会缩减至协议中约定的水平。尽管未来是不确定的，交易者仍可由价差的大小推断出市场对并购成功可能性的态度，然后通过研究收购方以及目标公司的股东表决方式、反垄断因素，甚至是高管们的情绪易变程度等所有可收集到的资料来得出自己的结论，最后据此制定套利策略。举例来说，如果市场认为成功可能性是70%，而交易商认为实际上是50%，那么他就可以利用这两者的不同来采取相应的头寸。

在买下违约债券或是即将违约债券的数周或数月后将其转手卖掉以赚取差价，是那些活跃在困境领域的对冲基金多年来的通用做法。也就是说，精通晦涩复杂的破产知识的对冲基金管理人大多追求的是如下的退出策略：在公司重组后期卖掉升值的困境债券并获利，但是这种策略违背了一部分对冲基金投资者的初衷，他们希望的是在破产重组业务中趁机取得优质资产的控制权。随着一些从事破产交易的对冲基金也开始持有困境投资直到重组完成，从而在行使转换权后成为新公司的大股东，甚至是控股股东时，对冲基金和杠杆收购基金的界限也就不那么明晰了。

ESL投资公司：难以归类的对冲基金

ESL投资公司的名字由它的管理人埃德华S. 兰伯特姓名的首字母组合而成。它所偏好的投资模式是一次性买入某个公司的大量普通股并持有数年，所以说它是一家与众不同的对冲基金。ESL投资公司基本不会涉足于短期交易策略，而且它的本行也不是困境债务交易。事实上，从倾向于大量买进认为具有较好升值潜力的上市公司股票，但其数目又不至于多到能影响

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

公司控股权的程度这一点来看，兰伯特的投资风格与巴菲特十分相似。但在有些方面他又与巴菲特有所不同。首先，兰伯特所投资的公司经营状况一般较为糟糕，而巴菲特仅仅在他能够获得绝对控股权的情形下，才会买下经营不善的企业，并最终会以之为跳板投资其他的公司。而如果是对上市公司的少数股权投资，巴菲特之所以愿意购买这些公司的股票，必定是因为他认为它们拥有完善的管理模式和良好的长期收益前景，可口可乐公司和吉列公司就是两个很好的例子。

从沃伦·巴菲特两条著名的言论中也可看出兰伯特投资模式与巴菲特的不同，巴菲特曾写道"以平庸的价格买下一个出色的公司，要比以出色的价格买下一个平庸的公司棒得多"，并且不止一次地声称他"最喜欢的持有期是无限期"。至于兰伯特，在辞去了由罗伯特·鲁宾直接负责的高盛风险套利部门的高薪工作之后，就显示出了对平庸公司降价出售的少数股权的兴趣，因为如果这些公司的管理得以改善，他可从中获取巨大的利润。至于股票的持有期，虽然比大部分的对冲基金要长，但是兰伯特并不打算"无限期"地持有下去。在兰伯特所投资的公司中，有很多属于那种发展充满坎坷、既不算太成功也不算太失败的类型，而这类公司的管理层往往能够积极地响应兰伯特的建议。

2002 ~2003 年 ESL 投资公司获取破产的凯马特的控制权是否明智

作为代表投资者利息的对冲基金，ESL 的目标十分专一：在客户可承受的风险范围内最大化其收益。在 2002 年的凯马特收购案中，ESL 投资公司是一个追求高收益的金融投资者，因为收购并不能与其他投资产生协同效应。

申请破产之前，凯马特在市场竞争中就一直处于下风，论供应链技术远不及沃尔玛，论营销手段和门店设计上又比不过塔吉特和老海军等同行。在成本结构明显处于劣势的情况下，公司种种不自量力的竞争行为导致财务杠杆越来越高。到 2001 年经济衰退期时，凯马特的财务体系已经相当脆弱，而管理层的错误决策无疑使问题雪上加霜。

考虑到凯马特有如此多的问题，在将大笔资金投进去之前，兰伯特和他在 ESL 投资公司的助手们需要对投资的风险和收益作出审慎评估，为此仔细研读了凯马特的资产负债表（见表 C6-1）。他们的结论是，虽然公司的经营状况非常糟糕，但如果清偿大部分的债务，并同时打造一个充满活力的管理团队的话，公司不见得就没有翻身的可能性。而且，尽管从实力上说凯马特无法同沃尔玛相提并论，但它却有一项令沃尔玛艳羡的资产：房地产。

表 C6-1　1999 年 1 月 ~2003 年 1 月凯马特的资产负债表

（单位：100 万美元）

	2003 年 1 月	2002 年 1 月	2001 年 1 月	2000 年 1 月	1999 年 1 月
资产					
现金和短期投资	2 088.00	613.00	1 245.00	401.00	344.0
应收账款	301.00	473.00	0.00	0.00	0.00
存货（总额）	3 238.00	4 825.00	5 822.00	6 412.00	7 101.00
预付账款	27.00	191.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	157.00	0.00	817.00	811.00	715.00

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

	2003 年 1 月	2002 年 1 月	2001 年 1 月	2000 年 1 月	1999 年 1 月
流动资产总计	5 811.00	6 102.00	7 884.00	7 624.00	8 160.00
固定资产原价	159.00	10 896.00	12 309.00	11 942.00	11 554.00
减：折旧与摊销（累计）	6.00	6 004.00	6 148.00	5 385.00	5 144.00
固定资产净值	153.00	4 892.00	6 161.00	6 557.00	6 410.00
其他资产	120.00	244.00	253.00	449.00	534.00
资产总计	6 084.00	11 238.00	14 298.00	14 630.00	15 104.00
负债					
短期借款（一年内到期）	51.00	68.00	84.00	68.00	66.00
应付账款	820.00	1 287.00	103.00	2 288.00	2 204.00
应交税金	37.00	42.00	40.00	73.00	249.00
预提费用	778.00	504.00	138.00	265.00	337.00
其他流动负债	90.00	219.00	259.00	1 105.00	1 220.00
流动负债总计	1 776.00	2 120.00	624.00	3 799.00	4 076.00
长期借款（总额）	477.00	1 269.00	2 076.00	3 914.00	3 759.00
递延所得税	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资税收抵免	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1 639.00	8 150.00	8 139.00	834.00	965.00
股东权益					
普通股	1.00	519.00	503.00	487.00	481.00
资本公积	1 943.00	1 922.00	1 695.00	1 578.00	1 555.00
未分配利润	249.00	(2 742.00)	1 261.00	4 018.00	4 268.00
减：库存股（总额）	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股权益合计	2 192.00	(301.00)	3 459.00	6 083.00	6 304.00
股东权益合计	2 192.00	(301.00)	3 459.00	6 083.00	6 304.00
负债及股东权益总计	6 084.00	AG11 238.00	TL14 298.00	TL14 630.00	15 104.00
发行在外普通股	89.59	519.12	503.30	486.51	481.38

资料来源：COMPUSTAT.

至于投资中各种可能的不利因素，ESL 投资公司的团队倒并不是太担心。因为即使竭尽全力也无法令凯马特起死回生的话，公司的房地产仍然有很高的清算价值。凯马特的店面当中只有少数是自有资产，其余的大多数则均是通过长期租赁取得，且其租金远低于市场价位，一旦凯马特将这些店面转租给其他企业（无论是出于自愿还是形势所迫），即可获得不菲的收入。后来华尔街很多研究员就开始猜测说，ESL 极有可能“醉翁之意不在酒”，其实看重的是凯马特和西尔斯的房地产内在价值，所追求的依然是退出策略。针对此项质疑，兰伯特回应道：“于一家零售商公司而言，房地产价值大于其运营价值可从来不是什么值得高兴的事情。”[⊖]同时他还

⊖ News conference, November 17, 2004. Transcript available in company's SEC filings at http://www.sec.gov.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

着重强调了全力振兴凯马特零售业务的决心。然而，在拍板决定买进凯马特违约债务之前，兰伯特无疑是充分考虑了房地产防范风险的“看跌期权”作用的。有些研究员还声称，凯马特公司房地产的价值实际上是2002~2003年ESL买下该公司花费的好几倍。如德意志银行在2004年7月发表的一篇长达25页的零售商行业报告中就指出，尽管凯马特的股价比重组前翻了两番，但如果把凯马特的净值为正的长期租赁资产算进房地产的话，公司市值仅仅是介于房地产净值的24%~133%。[㊀]也就是说，他们认为，即便是关闭公司并停掉一切业务，凯马特的实际价值仍然远远高于当下的股票市值。

兰伯特导演的凯马特之戏

无论是进行与破产程序相关的交易，还是以控股股东的身份管理公司，ESL投资公司都缺乏相关的经验。但在权衡利弊之后，兰伯特仍做出了投资凯马特破产重组项目的决定。2002年春，ESL投资公司开始不动声色地积聚凯马特的违约债券。困境债务的交易是在私下进行的，具体的时间和金额至今仍是个谜。2002年夏天，ESL投资公司通知了凯马特（当时由破产受托人和新任的首席执行官共同管理）自己持有面值超过10亿美元的公司违约债务这一事实。[㊁]2002年9月，ESL已经能够在由破产法院依法指定的金融机构委员会中获得一席之位，从而对整件事情有了发言权。兰伯特此时的主张是，重组应该加快进程并提前结束，理由是管理层制定的时间表完全可以变得更为紧凑。瑞银投资银行就此评论：

> 11月初，兰伯特会见了凯马特当时的董事长和首席执行官吉姆·亚当森，他特别强调了加快重组的重要性，并明确表示当下的进程开展得过慢。他施压于亚当森，迫使其在感恩节前制定出重组计划，当公司没能按时完成这一要求时，兰伯特的律师提出了让亚当森离职的建议。

2003年1月，在兰伯特的支持下，朱利安·戴被任命为凯马特的新首席执行官，同时破产程序节奏加快了。期间，ESL投资公司继续以私下交易的方式购买凯马特债务。2003年的3、4月，项目接近尾声时，已经有许多凯马特的债权人，包括银行和债券投资者，声明他们偏好现金而不是新公司股份的偿债方式。ESL投资公司利用了银行希望尽可能减少损失的心理，以大约面值40%的价格从它们手中买下大量的债权，而凯马特债券持有人的价格可能比这个数字还要低。最终，当凯马特结束破产保护，债务随之转换成股权时，ESL投资公司控制了凯马特控股公司51%的股份。兰伯特随后上任该公司董事长，并可以另外提名三位董事会成员。新公司的股票很快在纳斯达克挂牌上市。当兰伯特卖掉了少许凯马特的房地产租赁合约，并在其零售业务中启用现金结算方式时，市场意识到凯马特现在已经是一个完全摆脱了负债、值得投资的公司，股价因此一路飙升（见图C6-6）。

㊀ *Gold in Them Thar Retailers*, Deutsche Bank, July 26, 2004.

㊁ 2002~2003年，ESL在重组项目中所扮演的角色一直游离于公众的视线之外，这份描述主要是参考一些最近发表的文章以及瑞银投资银行提供的时间表。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

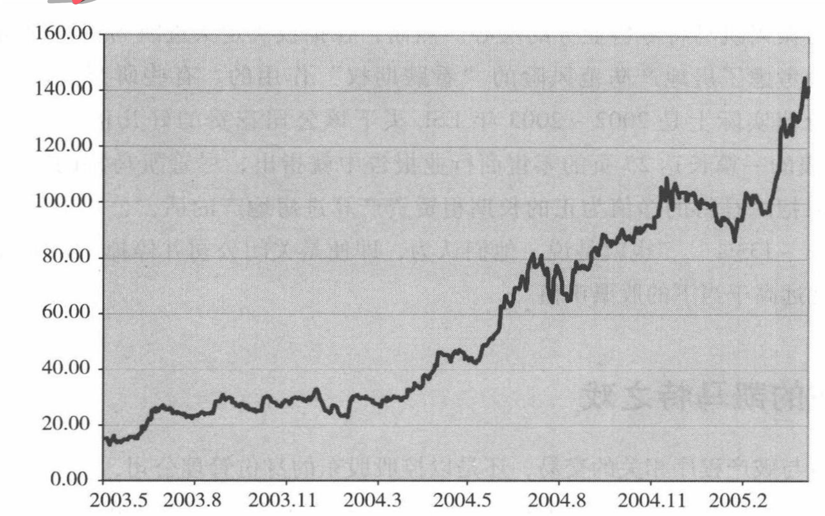


图 C6-6　2003 年 5 月～2005 年 3 月凯马特的日收盘价

资料来源：Bloomberg.

2004 年 11 月凯马特（由 ESL 控股）收购西尔斯的决策是否明智

数十年来，西尔斯百货连锁店的店址基本都会选在大型的购物中心之内，但到了 20 世纪 90 年代，其市场份额受到了独立门店的仓储式超市的不断蚕食，为此，公司管理层决定开设“购物中心之外”的新型商店——西尔斯旗舰店，并在前几年投入试运营。因为试运营取得了不错的结果，加上西尔斯发现它那些位于城郊购物中心内的商店的拥趸已经由从前的市镇居民变成了现在的乡村居民，它决心在 2004 年加速推进新型店铺的扩张。而兰伯特彼时出售凯马特 50 家店面的想法，刚好迎合了西尔斯在全国范围内快速地铺设这种独立于购物中心之外的西尔斯旗舰店的计划。

兰伯特曾在 2002 年大量地买入西尔斯的股票，这与他购买被低估公司的少数股权投资倾向是一致的。作为拥有西尔斯 10% 股份的大股东，他很清楚公司即将面临什么样的挑战，当然，他也非常清楚如果西尔斯不再拘泥于大型购物中心，而是贴近消费者的需求将店址选在街道和社区附近，并利用原有的客户基础重新建立起与消费者良好关系的话，将会带来多么大的机会。2004 年，凯马特和西尔斯签订了关于 50 家店面的转让协议，显示了两家公司的管理层寻求转型和突破的决心。交易似乎给双方都带来了极大的好处。凯马特这家惨淡经营的连锁超市在交易结束后仍拥有 1400 多家门店，其中有数百家恰好就坐落在西尔斯认定适合开西尔斯旗舰店的地方。由于西尔斯门店的单位平方英尺销售额比凯马特高出 80 美元，如果将合乎条件的凯马特门店改造成西尔斯门店的话，将意味着几千万美元的额外收益。

然而，为筹集买下这些店面所需的资金，西尔斯将不得不以风险增加为代价提高其财务杠杆（见表 C6-2 和表 C6-3）。这是西尔斯首次踏入购物中心之外的商店这个领域，明摆着是准备同沃尔玛和塔吉特争夺市场份额。而凯马特之所以走向破产，很大程度上是由于其财务杠杆过高以及在市场低迷的情况下不切实际地同沃尔玛竞争的缘故。因此即便是只买进区区 50 家店面，所增

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

加的风险也是不可小觑的。如果向凯马特买入更多的店面来建造西尔斯旗舰店的话，在其运营价值提高的同时，西尔斯也势必要负担更多的债务。

表 C6-2　西尔斯的利润表　（单位：100 万美元）

	2003 年 12 月	2002 年 12 月	2001 年 12 月
销售收入	41 124	41 366	40 990
销售成本	26 202	25 646	26 234
销售费用和管理费用	10 951	11 510	10 758
折旧前营业利润	3 971	4 210	3 998
折旧和摊销	909	875	863
利息费用	1 027	1 148	1 426
营业外收入（支出）	3 414	266	-486
税前利润	5 449	2 453	1 223
所得税	2 007	858	467
少数股东收益	45	11	21
净利润（损失）	3 397	1 584	735
非经常性项目	0	-208	0
净利润	3 397	1 376	735
每股收益基本——扣除非经常性项目	11.95	4.99	2.25
每股收益基本——包含非经常性项目	11.95	4.34	2.25
普通股股数	284.30	317.40	326.40
完全稀释的每股收益——扣除非经常性项目	11.86	4.94	2.24
完全稀释的每股收益——包含非经常性项目	11.86	4.29	2.24

资料来源：COMPUSTAT.

表 C6-3　西尔斯的资产负债表　（单位：100 万美元）

	2003 年 1 月	2002 年 1 月	2001 年 1 月
资产：			
现金和短期投资	9 057	1 962	1 064
应收账款	2 689	31 622	28 813
存货（总额）	5 335	5 115	4 912
其他流动资产	1 115	1 284	1 316
流动资产合计	18 196	39 983	36 105
固定资产原值	13 124	12 979	13 137
折旧和摊销（累计）	6 336	6 069	6 313
固定资产净值	6 788	6 910	6 824
无形资产	1 653	1 648	C
递延税款借项	24	277	C
其他非流动资产	1 062	1 591	1 388
资产合计	27 723	50 409	44 317
负债：			
短期借款（一年内到期）	2 950	4 808	3 157
应付票据	1 033	4 525	3 557
应付账款	3 106	7 485	7 176
应交税金	1 867	0	0
预提费用	609	C	C
其他流动负债	4 194	1 779	1 694
流动负债合计	13 759	18 597	15 584

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

	2003 年 1 月	2002 年 1 月	2001 年 1 月
长期负债	4 218	21 304	18 921
递延税款贷项	0	0	0
投资税收抵免	0	0	0
其他非流动负债	3 345	3 755	3 693
股东权益：			
普通股	323	323	323
资本公积	3 493	3 463	3 437
未分配利润	10 530	7 441	6 582
减：库存股（总额）	7 945	4 474	4 223
普通股权益合计	6 401	6 753	6 119
股东权益合计	6 401	6 753	6 119
负债及股东权益总计	27 723	50 409	44 317
发行在外普通股	230.38	316.73	320.4

资料来源：COMPUSTAT.

兼具凯马特董事长和西尔斯第二大股东的双重身份，加上最近又曾经促成过一场对双方公司都大有裨益的房地产交易，这一切都让人有理由猜测兰伯特在 2004 年 9 月和 10 月之间一直同西尔斯高层保持着密切的联系。关于这两个公司将要合并的话题究竟是何时被挑起的现在已不得而知，但要说兰伯特当时没有过这种想法，却也是不大可能。不久后，在 11 月的第一个星期突然发生的一则出人意料的新闻，为整件事情的发展提供了契机。

2004 年 11 月 5 日，沃那多房地产信托公司在一份提交给监管机构的文件中宣称，它已经持有西尔斯公司 4.3% 的股份，此举令兰伯特和西尔斯都大感意外。沃那多是一家很大的房地产投资机构，因擅长买下低价的房地产而闻名。消息甫一出来，西尔斯的股价立刻上涨了 23%（见图 C6-7），大家都纷纷揣测，沃那多或许不久之后就会以溢价买下整个西尔斯公司以获得其房地产（和凯马特不同，西尔斯实际上拥有它的大部分门店，见图 C6-7）。

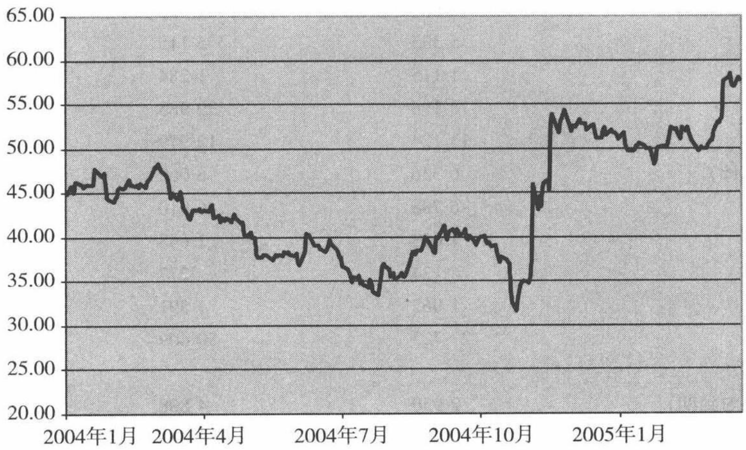


图 C6-7　2004 年 1 月～2005 年 3 月西尔斯的日收盘价

资料来源：Bloomberg.

现在，到了兰伯特和西尔斯公司的董事会作出决定的时刻了。两家零售商的竞争对手都是沃尔玛，其房地产都长期地被市场低估，但是就大家关于房地产问题的热烈讨论来看，市场似乎已

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

经醒过神来，此刻，兰伯特他们必须拿定一个主意。如果沃那多或其他的“兀鹫投资者”开价收购公司，西尔斯将如何应对？这两家零售商的每一家都曾是美国零售行业中的翘楚，如果削减成本并提高单位平方英尺销售额，是否意味着就能同它们的竞争对手一决高低？

倘若是以前的兰伯特，作为一个金融投资者，他至多会愿意买进西尔斯10% ~ 15%的股份。但现在，作为一个潜在的战略投资者，他发现其决策开始受到更具有房地产投资经验的金融投资者（沃那多）的左右了（见专栏C6-1和专栏C6-2）。

专栏 C6-1

凯马特控股公司总裁爱德华 S. 兰伯特在2004年11月17日
凯马特－西尔斯合并新闻发布会的发言摘录（重点部分已画线）

今天无疑将是历史性的一天，而我们为这一天已经努力了很久。如你所见，凯马特和西尔斯将联合起来，共同缔造一个年收入达550亿美元、门店达3 500家（其中包括约1 500家凯马特门店和约870家位于购物中心的西尔斯商店）的零售商巨擘……并购将通过如下方式进行：原凯马特公司的股票以1:1的比例转换为西尔斯控股公司的股票，而原西尔斯公司股票的55%每股转换成0.5股的新公司股票，另外45%则每股转换成50美元的现金，具体的支付形式取决于股东的自身意愿，但用股份支付的部分可免交所得税。作为并购协议的一部分，ESL及所有的下属机构已经决定，所持股票全部都将转换为新公司的股票。我想这很好地表明了我们对合并后的新公司未来发展前景的信心。

接下来，我们还有许多工作需要完成，我们要将合适的凯马特门店改造成西尔斯门店，还要把部分西尔斯的产品转移到凯马特中销售，届时，不仅是ESL团队中最优秀的人才，凯马特和西尔斯的精英们也将投身到这些工作中去。

鉴于我们在董事会中的影响力，我们完全能够像前几年经营凯马特那样，按照公司的长期发展战略来经营其业务，而不是费尽心思让每个月的单店销售额达到某个目标值，即我们不会设置任何硬性的赢利性指标，而是通过勤勉工作来达成所愿。

至于公司未来的发展战略，我认为规模效应的重要作用是毋庸置疑的……为了在强手如林的行业竞争中立足，我们必须把成本结构维持在一个很低的水平，但这并不代表质量的降低，西尔斯的服务质量和信誉不会因此打任何折扣，至于凯马特，我们也将继续完善我们的服务。

凯马特拥有1 500家坐落于交通发达地区且不在购物中心内的门店，它们对公司的重要性是不言而喻的，西尔斯则拥有最出色的商品，例如工匠牌电动工具、戴哈德牌电池和肯莫尔牌电器，均同西尔斯有着牢不可摧的关系。西尔斯现在所面临的问题是，竞争对手们正在以每年新开几百家门店的速度扩张，尽管创办西尔斯旗舰店是贴近消费者需求的有益尝试，但从时间的紧迫性上来说，事实上还加上资金的影响，前进之路可以说是险象环生。我相信，若能有效地利用凯马特的门店，将其中一部分改造为西尔斯的商店，同时把西尔斯的商品放到凯马特中销售，将会带来巨大的赢利机会。

西尔斯没有像它的竞争对手那样大肆扩张还有另外一个原因：由于每年都要拿出大笔的经费来负担其资本性支出和营销费用，西尔斯的财务状况只能勉强维持收支平衡。这笔经费的数

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

目大概是每年9亿~10亿美元，现在被我们用于凯马特的商店改建和升级，而且其运作方式也从粗放式管理变成了精打细算，无论是购买设备还是装修门面，我们都会争取把每一分钱都花在刀刃上。

从凯马特的角度而言，我们一直致力于让它的商品种类更加丰富，并在之前就为它打造了自有的服装品牌，但除此以外，凯马特显然还需要能将自己同竞争者们区分开来的差异性定位，其实我们之前已经谈论过这个问题，而且是在凯马特申请破产保护之前就开始讨论了，在破产和并购中，讨论仍在继续……

两家公司的销售商品成本加起来大概是400亿美元。我们将会在世界各地采购这些400亿美元的商品。两家公司将会共同合作，以让新公司有最佳的表现；新公司也将会同供货商合作，帮助它们发展业务和削减成本，最终为我们的客户带来切实的利益，所以我想团队协作能力是非常重要的。合并后公司的销售费用和管理费用大概是120亿美元，考虑到这样的金额，协同效应在进货以及费用方面带来的节省应该是惊人的。

西尔斯门店的单位平方英尺的销售额一般要比凯马特高出80美元，而凯马特门店的占地面积有1亿平方英尺，无论将来是打着凯马特还是西尔斯的名号经营，如果它们也能达到这样的盈利水平的话，就会多出80亿美元的额外收益。所以说，公司的财务前景还是非常不错的，它同我们的战略前景很好地融合在了一起。

最后，作为公司的董事会和管理层，我们会将非核心的、非经营性的资产变现，我们有这个打算，也有这个能力。我们希望在我们的经营下，公司的股东能得到实实在在的经济上的好处，同时我们要保证自己把精力放在最具有潜力的投资机会上。

在结束这次讲话前，我想特别强调一个观点，那就是对于一家零售商而言，其房地产价值高于运营价值并不是什么值得高兴的事情。关于公司拥有的房地产的价值究竟是多少，我们将对其采取何种策略已经有了各种版本的猜测。我得先承认，有些零售商的房地产价值的确是要比其运营价值高，而且就暂时而言，凯马特很可能就是其中的一家，但是我们一直都在非常、非常努力地提升每家商店的赢利水平，以让它们作为一家商店而不是一处房地产而存在。运营价值往往是与赢利水平成正比的，我相信新公司将会在这方面有相当良好的表现。

而对于无法达到盈利要求的商店，我们将不得不采取一些非常措施。我认为一个运营良好的零售商企业的息税前利润至少应该能占到其销售收入的10%，可以看到，无论是塔吉特、家得宝还是盖普，它们都符合这项标准。但在这里我还要重复一遍前面的观点——这些都不是我们短期可以实现的目标，然而我们有志于此，我们对未来的期望是，无论从财务指标，还是客户满意度来看，我们都是一流的。

资料来源：Press conference transcript，available in SEC filings at http：//www. sec. gov.

第三篇 案例研究

专栏 C6-2

关于凯马特收购西尔斯的评论摘录

汤姆·彼得斯，管理学者："你认为他们能够反超沃尔玛？这会让我笑掉大牙。"（《华尔街日报》，2004年11月18日）

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

伯特·弗利金格，零售商咨询顾问："这为它们的竞争对手提供了举杯相庆的理由。"（《华尔街日报》）

埃姆·柯兹洛夫、桑福德·伯恩斯坦公司，零售行业研究员："现在的情况对沃尔玛相当有利，凯马特在下个年度势必会乱成一团，沃尔玛到时可趁机扩充自己的市场份额，比起挽回流失的顾客，这件事要容易得多。"（《华尔街日报》）

迈克·伊格斯泰恩和雪莉·李，瑞信第一波士顿零售行业研究员："我们认为，从短期来说，成本削减和产业升级应该会起到作用，再加上新公司可能会出售部分的房地产（例如，地段有所重叠的，或是不具备战略价值的店面），基于以上两点理由，我们相信西尔斯的股票将会继续回升。然而，从长期来说，无论从资源整合（例如系统、物流）的角度，还是从实际执行的角度分析，公司都面临巨大的挑战。这场并购规模之大，状况之复杂，在该行业中都是前所未有的。在今天的消息公告之前，许多人对凯马特和西尔斯的印象是两家落伍的、缺乏清晰商业模式的公司，至于这对难兄难弟凑在一起之后，将来到底会走到哪一步，我们也不得而知。"（CSFB Retail Industry Flash，2004 年 11 月 17 日）

柯兹洛夫·麦格拉纳汉等，桑福德·伯恩斯坦公司零售行业研究小组："对这两家处于困境的零售商来说，西尔斯和凯马特的合并是有其战略理由的：西尔斯需要房地产，凯马特需要品牌。西尔斯所坚守的紧盯购物中心的发展模式不仅要耗费大量的资金，而且早已不符合时代发展的趋势，凯马特的房地产则让公司有了与强硬的对手们逐鹿天下的资本。然而，可以料想得到，其整合过程必将是复杂、艰巨而漫长的：近期的风险显而易见，成功的可能性却扑朔迷离；管理层的执行力是并购成功的关键，但两家公司以往的表现却让人觉得情况不容乐观；供应链、公司体制还有企业文化的整合的工作量都十分庞大。我们预计，那些拥有适宜地理位置的凯马斯商店将来会改造成西尔斯的"迷你旗舰店"。尽管决心要稳步推行计划并仔细衡量各阶段的收益，管理层还是判断出大约有数百家商店符合条件，而我们的人口分析报告表明，这样的商店数目大概有 300 家。至于并购带来的收益、采购以及成本方面的潜在协同效用是很可观的（公司把目标锁定在 50 亿美元），如果公司能达成所愿，将会创造巨大的经济价值。"（Bernstein Research Weekly Notes，2004 年 11 月 19 日）

资料来源：http：//www. sec. gov/Archives/edgar/data/319256/000095012304013859/y68947fe425. htm（accessed January 15，2005）.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

麦当劳、温迪和对冲基金：汉堡对冲？
对冲基金股东积极主义行动及对公司治理的影响

不断发展的对冲基金股东积极主义行动

对冲基金到底是英雄还是反派？百事达公司、时代华纳、Six Flags 公司、报业巨头 Knight Ridder 以及美国倍力健身公司也许更愿意称其为“反派”，而安然公司、世通公司、泰科及南方保健公司的股东则更可能视公司的管理层为真正的反面人物，而将对冲基金视为重要的手段，使其能够在毫无作为的公司管理层将公司糟蹋的一败涂地或通过欺诈业务从股东手里窃取钱财之前将管理层罢免。积极策略对冲基金施加给目标公司的压力会引致股价上升、管理层责任心的提高以及管理层与股东之间更好的沟通吗？或者，这些压力会导致管理层背离其增加长期股东价值的目标吗？

对冲基金一直被拿来和 20 世纪 80 年代的企业狙击手相比，这些狙击手往往通过大额债务发起敌意收购，从而收购目标公司，进而罢免管理层（通常还解雇成千上万的雇员）。然而，积极策略对冲基金通常仅仅运用自身的权益资本来投资，并没有对目标公司进行举债经营，而且一般他们会运用现有的管理层来实现变革，而不是解雇管理层及员工。而且，如果对冲基金无法获得其他主要股东的支持，他们通常不得不撤销（收购）。企业狙击手与对冲基金的另一个不同点称为“绿票讹诈”（greenmail）：迫使企业以高于市场价格购买敌意股东的股份，从而避免不想要的结果。企业狙击手频繁发起“绿票讹诈”，但对冲基金从不使用。

安然和世通的公司丑闻相继出现之后，很多观察家坚信积极策略对冲基金承担了促使业绩不佳的目标公司投入积极变革的催化剂角色。即使对冲基金并没有得到他们想要的一切，但每当他们发起一桩股东积极主义行动，目标公司常常都被迫进行一些有利于所有股东的变革。也有其他人认为，对冲基金的策略虽然可能在短期内提高公司的股价，但并不总能提高公司的长期能力。证据各式各样。一些研究显示，目标公司的股价在股东积极主义行动之后会有 5% 以上的上涨。其他研究则显示从长期来看，股东积极主义行动对股价和每股收益的提升作用微乎其微。对冲基金资产中仅有很小的比例被分配到股东积极主义行动中，但这一行动却愈演愈烈，并因为代理权竞争和“敌意 13-D”函件而受到关注。向美国证券交易委员会提交时，这些信函就变成了指责管理层并促成变革的公开载体（见专栏 C7-1）。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

专栏 C7-1　　作为公开载体的13-D信函

美国证券交易委员会的13-D条例要求每个拥有上市公司所有权达到5%的投资者提交一份持股报告。内容包括投资者的背景资料以及未来持有计划。由于对股东持股变化有预警作用，如果目标公司担忧对方是敌意收购的话，这一规则有利于目标公司采取一些可能的防御措施，如股份回购，毒丸以及改变公司战略，并购计划和债务加载等。

13-D报告和附加的信函也可以成为谴责管理层的公开载体。例如丹尼尔·勒布，一名掌管着纽约第三点基金35亿美元资产的对冲基金股东积极主义者，因其提交的13-D报告的直言不讳和对管理层的口无遮拦而闻名，这也为他获得了“华尔街恶贾”的臭名[①]。在一封给美国星辰天然气公司CEO的13-D函件中，勒布这样说道：“做你最擅长的事：隐退到汉普顿的海滨别墅去吧。”[②]勒布对另一位CEO则这样说：“我也有非常好的新闻，我非常愿意和您以及您的董事会分享：针对承担勤勉义务所必需的承诺和约束力，经过深思熟虑之后，我决定自荐成为贵公司董事会的成员……”[③]他还对另一位CEO这样说：“自从您晋升到首席价值破坏官（Chief Value Destroyer）这一职位之后，我们的股价已经跌去了超过45%……”[④]

① Nichola Groom, “McDonald's Investors Unswayed by Activist Proposal,” *Reuters*, January 19, 2006.

② James Altucher, “Activist Track: The Softer Side of Loeb,” *TheStreet. com*, *Inc.*, August 23, 2005.

③ Ibid.

④ Ibid.

2005年，对冲基金管理的资产超过1万亿美元，约为全球金融资产的3%。这些资产被8000只左右的对冲基金和1750只左右的对冲基金中的基金共同持有。由于对冲基金在股票市场上尤为活跃，他们占据了纽约证券交易所日交易量的近五成。从1990年开始，对冲基金的资产就以每年26%的速度增长，这些资产的约40%集中于前50大对冲基金。这些资产近75%由高净值投资者构成，但从2001年开始，行业中超过50%的增长是由机构投资者贡献的，预计“机构化”会成为未来资产增长的主力军。2006年2月，对冲基金业首次被要求在美国证券交易委员会注册（见专栏C7-2）。

专栏 C7-2　　美国证券交易委员会的对冲基金监管

历史上对冲基金并不需要向美国证券交易委员会注册，也很少受到监管。然而，2006年2月美国证券交易委员会要求对冲基金在美国证券交易委员会注册，以防止或提早发现欺诈。2005年，美国证券交易委员会针对管理经验和投资业绩记录的不实陈述这一最为广泛的违规对20只对冲基金采取了一系列措施，这一数量较以前大幅攀升。在其网站上，美国证券交易委员会建议投资者获取对冲基金的募集书、基金资产的估值方法、管理费和业绩费对业绩的影响，赎回份额的限制性条款（时限/锁定期）、管理团队背景和资产配置。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

两个股东积极主义者的故事：卡尔·伊坎和威廉·阿克曼

著名的对冲基金股东积极主义者卡尔·伊坎是20世纪80年代令人惶恐的企业狙击手和绿票讹诈分子，而现在是一个管理着25亿美元资产、个人净资产达85亿美元的无所不在的基金管理人。伊坎曾经让人害怕且不受欢迎的企业狙击手形象在一定程度上已经转变成了“白衣骑士”。他已经在费尔蒙特旅馆、百事达连锁店、科尔－麦吉公司、好莱坞娱乐公司、西贝尔管理系统公司、莱特艾德公司、保险业巨头尤拉－普诚公司以及时代华纳公司推动了变革。2005年12月底，他声称时代华纳出售旗下子公司美国在线（AOL）5%股份给Google公司是一个“灾难性的决定”，这使得美国在线与其他公司如eBay、雅虎和微软的潜在兼并变得十分艰难[一]。伊坎说“这起合资本质上是目光短浅的行为，它会阻碍那些更能最大化企业价值且更有利于美国在线未来发展的其他选择的发生”[二]。尽管发表了这些言论，他最终还是退出了为获取董事会席位进行的颇具威胁性的代理权之争，这被认为是与该公司“分手”的序曲。随之而来的是时代华纳同意进行股份回购，同时实施一项10亿美元的成本缩减计划。他退出该争夺战的最大原因可能在于没有得到其他主要机构投资者的支持。

伊坎的股东积极主义行动主要集中在威胁或者发起代理权之争（号召股东投票支持他倡议的关键提议），迫使公司通过股息或股份回购向投资者派发更多的现金，并降低对CEO的报酬。关于代理权，伊坎曾经说过：“我们需要确保公司业务由最优秀的人才所掌控，股东无法信任那些依靠管理咨询师和投资银行家的建议而运行的公司，这些管理咨询师和投资银行家的报酬并不取决于其对业务发展的作用，也不会给公司提供好的建议”[三]。谈到CEO报酬问题，他认为：“CEO报酬将侵吞企业盈余，导致企业产生无形的（资产）稀释的恶性循环，也会浪费公司未来为了防止股权稀释进行回购所需的资金。而最严重的可能结果是导致企业层级结构的出现，由于高薪，这种层级结构将使得CEO成为组织里半神半人的人物”[四]。

伊坎的股东积极主义行动本质上表达的观点是：很多企业坐拥太多的现金。标准普尔500指数公司在2005年年末持有超过6 150亿美元的现金，这是25年以来的最高水平。这些现金资产相当于长期债务的40%，这一比例也是25年来的最高。伊坎和其他积极策略对冲基金希望公司能通过股份回购（当股价疲软时）或提高股息将现金派发给股东。他们也希望公司冒险借款来提高杠杆率，以使管理层承担更大的压力，从而变得更有效率、更有责任心。

另一个著名的股东积极主义者是威廉·阿克曼，他是1993年Gotham Partners的联合创立人，26岁从商学院一毕业他就创立了这只基金。这只既在私募股权投资市场又在公开市场进行投资的基金，在2004年初阿克曼开始创立潘兴广场资本管理公司之前停止了运作，寿命接近10年。阿克曼用自有的1000万美元和从战略投资者那里获得的5000万美元成立了潘兴广场。在2005年之初，潘兴广场向新投资者敞开了大门，使其新增了2亿多美元。2006年年初，得益于出色的业绩

[一] Verne Kopytoff, “Icahn Rips into AOL's $1 Billion Google Deal,” *San Francisco Chronicle*, December 20, 2005.
[二] Ibid.
[三] Deborah Solomon, “Fighting for a Fair Share,” *New York Times Magazine*, June 5, 2005.
[四] Ibid.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（2004年42%的净收益和2005年40%的净收益），以及2006年年初新增的投资，其管理的资产超过了10亿美元。潘兴广场在2004年秋天西尔斯和凯马特合并之前就在两家公司持有大量头寸。2005年年中之后，潘兴广场在与麦当劳和温迪的管理层就资产重组和资本重组争吵之前，通过期权建立了这两家公司的权益头寸，这一举动引起了媒体的巨大关注。阿克曼认为两家公司都没有优化其现金和其他资源，因此他持有了大量的股权以期能说服管理层有所改变并提高股东价值。他解释道："现在已经变成了这样的运营环境，即董事会成员更愿意接受建议，更加明白自己的责任所在。管理层也更愿意倾听了，因为共同基金为价值提升交易争夺代理权，对冲基金则更愿意在公司治理中承担更加积极和重要的责任了。"[㊀]

潘兴广场最早涉足的案例：温迪和麦当劳

温迪

截至2005年4月中旬，潘兴广场已经持有温迪10%股份，潘兴劝说这家餐馆连锁企业剥离旗下的提姆－荷顿（Tim Hortons）炸面圈连锁餐厅，使其能够脱离温迪独立运营并提升股东价值。那时，提姆－荷顿是温迪旗下最重要的增长引擎，贡献了温迪将近50%的总营业利润。在潘兴广场和其他投资者要求剥离前，很多股东都认为温迪的股价并没有充分反映提姆－荷顿的贡献。在2005年4月的收益记录中，雷曼兄弟的餐饮行业研究员杰夫·伯恩斯坦对温迪进行估价，得出温迪（排除提姆－荷顿）的市盈率为14倍，而提姆－荷顿的市盈率为24倍。在阿克曼提议剥离之后的2周内，温迪的股价攀升了近15%。

7月中旬，潘兴广场向温迪的管理层提交了一份详细的建议书，同时要求温迪剥离提姆－荷顿，还要求将公司很大一部分餐厅卖给特许经营商、大额的股份回购以及禁止管理层进行任何大的并购活动。然而，尽管阿克曼拥有该公司10%的所有权，温迪的管理层还是拒绝与其讨论这些建议。

7月下旬，温迪宣布将在2006年第一季度免税剥离出售提姆－荷顿15%～18%的股份，同时宣布将授权一项10亿美元的额外股份回购，增加25%的股息分派，并减少1 000万美元的债务。此外，公司还决定卖掉200多个房地产项目，关闭60个经营不善的商店以及数以百计的公司旗下的餐馆（这使得公司所有权从22%下降到15%）。

潘兴广场的股东积极主义行动看似推动了管理层的举措，但温迪在7月底的战略举措新闻发布会上却这样声明："董事会和管理层从2004年开始赋予其独立的顾问机构高盛对公司的运营和长远的战略计划进行了一项仔细的审查和评估。今天宣布的相应举措是公司在未来进行管理的一个重要手段"[㊁]。尽管这个声明完全忽视了阿克曼的努力，很多投资者还是对他促进管理层进行积极重组的口头推动给予了肯定。从阿克曼发起股东积极主义行动要求温迪变革的2005年4月中旬到2006年3月初，温迪的股价从39美元上升到了61美元，上涨了55%。

㊀ William Ackman, Pershing Square Capital Management, interview with the author, December 19, 2005.
㊁ Wendy's press release, July 29, 2005.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

麦当劳

2005 年年末，麦当劳是少数几个拥有大量房地产的大型餐饮连锁企业之一。大部分连锁餐厅主要通过经营租赁和资产负债表表外融资方式来支撑其餐厅业务并限制了其对房地产的实际拥有。由于拥有成千上万个地段极佳的房地产，麦当劳的资产负债表上有着相比其他竞争对手更加出色的房地产价值。2005 年年底，这些房地产的账面现行价值接近 200 亿美元（累计折旧和摊销前固定资产价值），这相当于公司 456 亿美元的权益市值的约 2/3。麦当劳 2005 年的资产负债表见表 C7-1。

表 C7-1　2005 年麦当劳的资产负债表

（单位：100 万美元，每股数据单位为美元）

	12 月 31 日	
	2005	2004
资产		
流动资产		
货币资金	4 260.40	1 379.80
应收账款和应收票据	795.90	745.50
存货（成本）	147.00	147.50
待摊费用和其他流动资产	646.40	585.00
流动资产合计	5 849.70	2 857.80
其他资产		
投资于和预拨给下属公司的投资	1 035.40	1 109.90
商誉（净值）	1 950.70	1 828.30
杂项资产	1 245.00	1 338.40
其他资产合计	4 231.10	4 276.60
固定资产		
固定资产（成本）	29 897.20	30 507.80
累计折旧和摊销	(9 989.20)	(9 804.70)
固定资产净值	19 908.00	20 703.10
资产总计	29 988.80	27 837.50
负债和所有者权益		
流动负债		
应付票据	544.00	—
应付账款	689.40	714.30
所得税	567.60	331.30
其他应交税金	233.50	245.10
应付利息	158.50	179.40
应付工资和其他负债	1 184.60	1 188.20
一年内到期的长期负债	658.70	862.20
流动负债合计	4 036.30	3 520.50
长期负债	8 937.40	8 357.30
其他长期负债	892.30	976.70
递延所得税	976.70	781.50

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

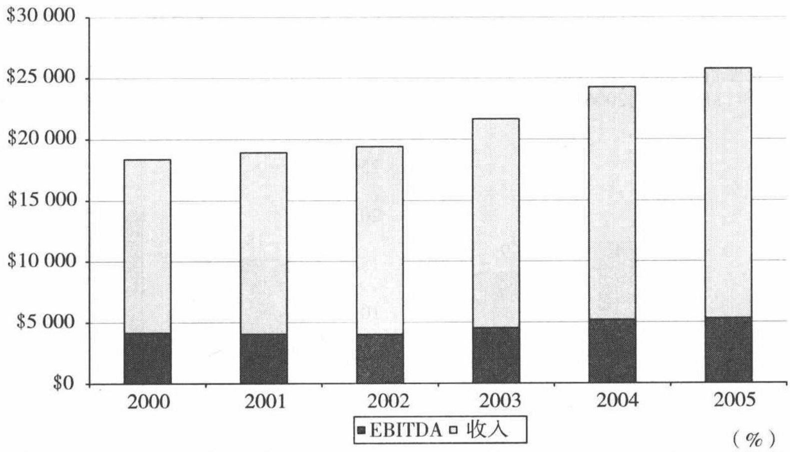
（续）

	12 月 31 日	
	2005	2004
股东权益		
优先股，无票面价格；额定股份——1.65 亿股；发行在外的——非普通股，票面价格 0.01 美元；额定股份——35 亿股；发行在外的——16.606 亿股	16.60	16.60
资本公积	2 797.60	2 186.00
未实现职工持股计划补偿款	(77.40)	(82.80)
未分配利润	23 516.00	21 755.80
累计其他综合所得（损失）	(733.10)	(96.00)
库存股票（成本）；3.974 亿股和 3.907 亿股	(10 373.60)	(9 578.10)
股东权益合计	15 146.10	14 201.50
负债和股东权益合计	29 988.80	27 837.50

资料来源：McDonald's Corporation 10-K Filing.

麦当劳一直受益于其拥有的一家墨西哥快餐公司 Chipotle 90% 的所有权，这家公司从 1998 年到 2005 年一直拥有两位数的增长率。然而，即使该项业务表现不俗，就如 2006 年 2 月一样，麦当劳自从 2001 年年初开始股价一直没有突破 30 ~ 35 美元的范围，而这一范围远低于 1999 年年底 48 美元的高点。为了从表现相对欠佳的母公司解脱出来以释放 Chipotle 的价值，麦当劳决定通过首次公开发行股票出售该下属公司 20% 的股份。

2003 年以来，麦当劳就没有提高或者改变其长期年度目标：3% ~ 5% 的销售收入增长，6% ~ 7% 的营业利润增长，以及相同的资本回报率。这引致了研究员的批评言论以及麦当劳管理层关于改变战略选择从而改善生意的讨论。图 C7-1 ~ 图 C7-4 显示了麦当劳的历史业绩和相对应的估值情况。



（%）

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
单店营业额	0.6	-1.3	-2.1	2.4	6.9	3.9
EBITDA	29.0	27.0	26.0	26.0	27.0%	26.0

图 C7-1　麦当劳的历年收入和 EBITDA（单位：100 万美元）

注：由于 2005 年的 10-K 报告没有包括折旧和摊销，2005 年的 EBITDA 仅是估计值。

20 世纪 90 年代后期，阿克曼研究了剥离餐厅和房地产的课题，当时他的 Gothnam Partners 基

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net



图 C7-2　1999 年 11 月历史最高点后麦当劳的股价表现



图 C7-3　麦当劳和同行业公司 5 年股价走势对比

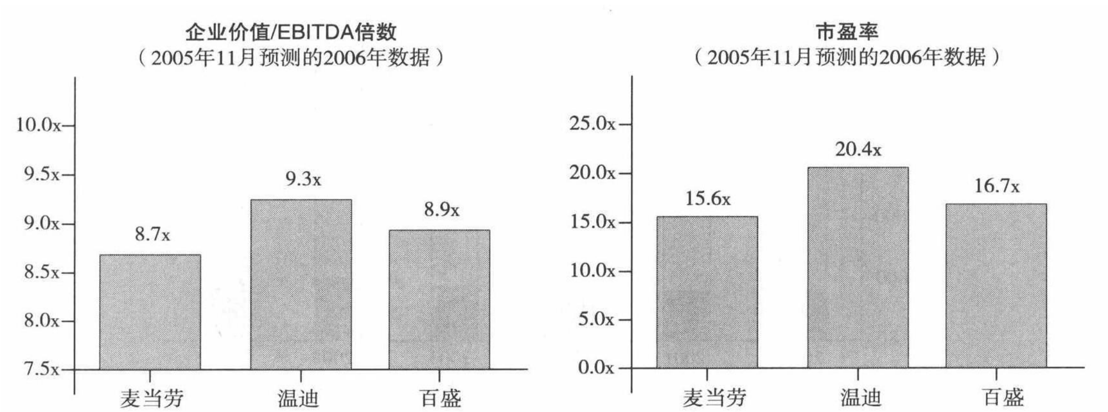


图 C7-4　麦当劳的相对价值

注：麦当劳有着十分雄厚的房地产资产，市场占有率在行业排名第一，也有领先的品牌价值，但麦当劳的相对价值却达不到行业水平（2005 年 11 月）

资料来源：Pershing Square Capital Management, "Presentation: A Value Menu for McDonald's," November 2005.

金在麦当劳中拥有小部分股份。2005 年 9 月底，阿克曼重新将目光转向麦当劳，买入麦当劳 4.9% 股票的看涨期权（行使期权购买的股票价值约 20 亿美元）。在建立权益头寸之后，阿克曼

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

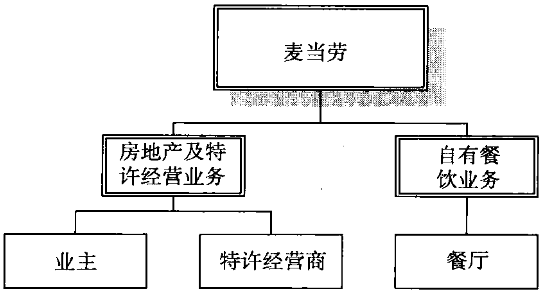
会见了麦当劳的管理层并要求资本重组。他指出，资本重组将使股价上升 15 美元，在当时这是 50% 的股价飙升。

阿克曼将麦当劳视为 3 个独立的实体（见图 C7-5 的概括）：

① 特许经营：占麦当劳 32000 个餐厅 75% 的比例。

② 餐厅运营：剩余 25% 自有餐厅（“McOpCo”）。

③ 房地产业务：大约 37% 餐厅的土地所有权和 59% 的建筑物。



维持资本需求	最低要求：净租金的 3 倍	中等要求：有限的重建支出以及资本性支出	最高要求：数量巨大的维持资本性支出
风险结构	非常稳定/最低风险 能够产生最低限额的租赁费或者是营业收入的百分比（现在平均是 0～9%）	稳定/低风险 较低的经营杠杆 多元化的和全球客户基础	适中的风险 较高的经营杠杆 对餐饮成本较为敏感
代表性企业的息税折旧摊销前利润率	70%～90% 利润率 部分房地产	30%～50% 利润率	7%～10% 利润率 高昂的餐饮、用纸和劳动力成本 租赁费 特许经营费
代表性企业的平均资本成本	最低：5.75%～6.5% 房地产控股公司 代表性企业资产贝塔值：0.40 硬资产担保	低：6.5%～7.5% 精品国际饭店公司、可口可乐公司和百事可乐公司 代表性企业资产贝塔值：0.50～0.60 高杠杆	适中：8%～9% 具有代表性的成熟快餐业的资产贝塔值：0.80～0.90

图 C7-5　潘兴广场关于麦当劳三个独立实体的论点

注：代表性企业的利润率是餐饮业息税折旧摊销前利润率的代表性例子，并假定支付市场租金以及支付类似于特许加盟商所支付的特许经营费。

代表性企业贝塔值是潘兴广场根据所选公司预测的贝塔值得出的估计值。平均资本成本是根据平均资产贝塔值得出的估计值。

资料来源：Pershing Square Presentation, November 2005.

麦当劳的特许经营收取的费用相当于独立的非公司所有餐厅营业额的 4%。公司的房地产业务每年产生 9%～10% 的租金，在美国以外的地区和像纽约这样的高价地段可能高于这个数字。特许经营费和租金都为公司提供稳定的现金流，这些现金流足够支撑公司的债务偿还要求、股份回购计划以及资本提升计划。

阿克曼提交给麦当劳的建议书中建议 McOpCo（麦当劳自有餐厅业务）的大型首次公开发

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

行，McOpCo的收益率在历史上一直落后于特许经营系统约2个百分点[1]。潘兴广场详细的建议书[2]包括以下条款：

步骤一：启动McOpCo（拥有8000家餐厅）65%股份的首次公开发行，募集税后33亿美元的资金。

步骤二：发行以麦当劳的房地产为担保的价值约147亿美元的债务。

步骤三：首次公开发行和债务的募集资金用途：

① 对麦当劳的“Pro Forma”进行债务更新。Pro Forma是一个新成立的公司，具体运营房地产业务（Prop Co）和餐厅特许经营业务（Fran Co）（50亿美元）。

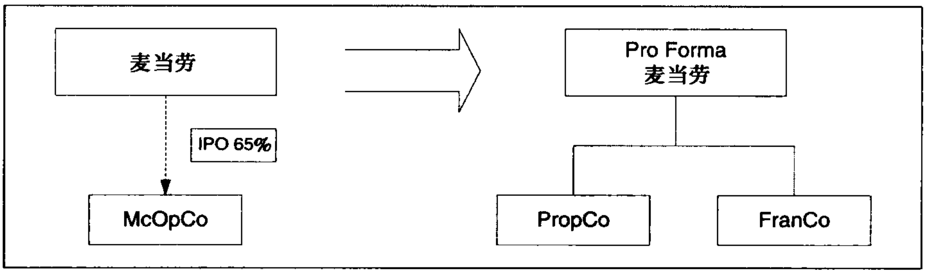
② 在每股40美元的价位上回购3.16亿股股票（126亿美元）。

③ 融资交易成本和相关费用（3亿美元）。

专栏C7-3到专栏C7-7提供了阿克曼给麦当劳的详细建议书的更多细节。

专栏 C7-3

McOpCo 的首次公开发行过程



步骤1： McOpCo 65%股份的首次公开发行

- McOpCo 65%股份的首次公开发行。
- 首次公开发行将募集税后32.7亿美元的资金。
    - 假定预测的2006年的EV/EBITDA倍数为7倍；
    - 假定分摊到McOpCo的净负债为13.5亿美元。
- 首次公开发行的同时，McOpCo和麦当劳Pro Forma公司签署市场租赁协议和特许经营协议。

步骤2： 发债并杠杆回购

- 以麦当劳Pro Forma公司的房地产为担保发行147亿美元的债务。
- 债务融资和首次公开发行的募集资金用途：
    - 对麦当劳Pro Forma公司现有50亿美元的净债务进行债务更新；
    - 以每股40美元回购3.16亿股股票；
    - 支付3亿美元的费用和交易成本。

---

[1] Jeremy Grant, “Pershing Drops Push for McDonald’s Shake-Up,” *Financial Times*, January 25, 2006.

[2] Pershing Square Capital Management, “Presentation: A Value Menu for McDonald’s,” November 2005.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

- 麦当劳 Pro Forma 公司随之拥有世界一流的房地产和特许经营业务。
  - McOpCo 财务上与麦当劳 Pro Forma 公司独立。
- 仅对 PropCo 采用杠杆。
- FranCo 无杠杆，最大化其信用级别。

资料来源：Pershing Square Presentation，November 2005.

专栏 C7-4

业务转型评估

改善经营和财务指标

- 极大地提高麦当劳 Pro Forma 公司息税折旧摊销前利润率以及自由现金流率。
- 提升资本收益率并改善麦当劳 Pro Forma 公司的总体资本配置。
- 增强麦当劳 Pro Forma 公司支付大额持续股息的能力。

	麦当劳 2006 年预测值	麦当劳 Pro Forma 公司 2006 年预测值	代表性的成熟餐饮企业
收入	$20 816	$7 393	
息税折旧摊销前利润	5 594	4 464	
比率	26.9%	60.4%	15% ~20%
息税折旧摊销前利润 – 资本性支出	4 335	3 739	
比率	20.8%	50.6%	7.5% ~12.5%
息税折旧摊销前利润 – 维持资本性支出	4 651	4 025	
比率	22.3%	54.4%	10% ~15%
自由现金流	3 059	2 440	
比率	14.7%	33.0%	5% ~10%

注：资本性支出预测值是关闭门店所产生的净收入预测值。单位：100 万美元。

资料来源：Pershing Square Presentation，November 2005.

专栏 C7-5

可比公司

麦当劳 pro forma 公司的经营指标相比代表性的餐饮公司，更接近代表性的房地产可比公司或者具有较高品牌价值和知识产权的公司，如百事可乐和可口可乐。

	麦当劳 Pro Forma 公司	代表性的房地产可比公司	具有较高的品牌等无形资产价值			代表性的餐饮企业[①]
			精品国际饭店公司	百事可乐	可口可乐	
2005 年预测的经营指标						
息税折旧摊销前利润率	60%	70% ~80%	66%	23%	31%	15% ~20%
息税折旧摊销前利润 – 资本性支出率	50%	65% ~75%	61%	18%	27%	7.5% ~12.5%

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

	麦当劳 Pro Forma 公司	典型的房地产可比公司	具有较高的品牌等无形资产价值			代表性的餐饮企业[①]
			精品国际饭店公司	百事可乐	可口可乐	
每股收益增长率	9%	NA	16%	11%	9%	10% ~12%
交易倍数						
调整后企业价值[②]/						
2006 年预测的息税折旧摊销前利润	13.0x	13x ~16x	15.1x	12.3x	12.6x	8.5x ~9.5x
2006 年预测的息税折旧摊销利润 - 资本性支出	15.5x	17x ~20x	16.0x	15.5x	14.2x	12x ~15x
价格/						
2006 年预测的每股收益	21.1x	NA	24.3x	20.1x	18.8x	15x ~19x
2006 年预测的自由现金流量[③]	20.9x	20x ~25x	24.0x	20.8x	18.9x	16x ~20x
杠杆倍数						
净负债/息税折旧摊销前利润	3.4x	5x ~10x	1.7x	0.0x	NM	0.5x ~1.8x
总负债/企业价值	24%	35% ~60%	11%	4%	4%	7.5% ~20%

① 代表性的餐饮企业以百胜国际餐饮集团和温迪公司为基础。
② 调整非固定资产。
③ 自由现金流量指净利润加上折旧与摊销减去资本性支出。
注：2005 年 11 月 11 日的股价数据。根据华尔街做出的预测。假定麦当劳 Pro Forma 公司的股价在 0 ~47.50 美元。

专栏 C7-6A

McOpCo 估值摘要及可能的首次公开发行募集资金

McOpCo 财务摘要	2006 年度预测值	McOpCo 估值摘要	低	高
公司经营收入	15 429	企业价值/2006 年预测的息税折旧摊销前利润倍数范围	6.5x	7.5x
扣除管理费用前息税折旧摊销前息税折旧摊销前利润	1 690	McOpCo 的企业价值	7 343	8 472
扣除管理费用前息税折旧摊销前利润率	11.0%	净负债（2005 年 12 月 31 日）	1 350	1 350
McOpCo 假定的管理费用	560	McOpCo 的权益价值	5 993	7 122
McOpCo 假定的管理费用比率	25.0%	年末发行在外股份	1 274	1 274
扣除管理费用后息税折旧摊销前利润	1 130	每股价格	4. 70	5. 59
扣除管理费用后息税折旧摊销前利润率	7.3%	预测的税后首次公开发行募集资金	3 042	3 497
净利润	308			
每股收益	0.24			

注：单位为 100 万美元，每股数据单位为美元。
资料来源：Pershing Square Presentation, November 2005.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

专栏 C7-6B

麦当劳 Pro Forma 公司估值摘要

根据相关的首次公开发行可比公司的基本信息，包括一些房地产可比公司，麦当劳 Pro Forma 公司预测的2006年 EV/EBITDA 倍数在12.5～13.5倍。这表示公司股票相对于近期33美元的股价将有37%～52%的溢价。

麦当劳 Pro Forma 公司财务摘要	2006年度预测值	麦当劳 Pro Forma 公司估值	低	高
特许经营收入	2 275	EV/EBITDA 倍数范围	12.5x	13.5x
房地产收入	5 118	企业价值	55 799	60 263
收入总计	7 393	减：净负债①（2005年12月31日预测）	14 650	14 650
		加：继续持有的 McOpCo 的股权②	2 097	2 493
特许经营业务扣除管理费用前 EBITDA	2 275	权益价值	43 247	48 106
房地产业务扣除管理费用前 EBITDA	3 869	年末发行在外股份③（2005年12月31日，估计值）	957.3	957.3
减：分摊的管理费用	1 680	每股价格	45	50
假定管理费用比率	75.0%	相对于现在股价的溢价④	36.9%	52.3%
息税折旧摊销前利润	4 464	潜在的2006年市盈率	19.9x	22.2x
息税折旧摊销前利润率	60.4%	潜在的2006年自由现金流量倍数⑤	19.8x	21.9x
		内含的自由现金流量/股息收益	5.1%	4.6%
净利润	2 141	备忘录：股份回购		
每股收益	2.27	新增债务发行	9 685	
		减的交易费用和成本⑥	(300)	
		首次公开发行现金收入	3 270	
税后				
		可供回购的总资金	12 654	
		回购股数（百万股）	316	
		平均回购价格	40	

① 假定分摊到 McOpCo 的净债务为13.5亿美元，分摊到麦当劳 Pro Forma 公司的净债务为50亿美元。还假定麦当劳 Pro Forma 公司新增债务为97亿美元。

② 代表 McOpCo 35%股份的市场价值。

③ 假定新增的债务和从 McOpCo 首次公开发行获得的税后收入（费用和支出后）全部用来以每股40美元的价格回购3.16亿股股票。

④ 假设现在股价为33美元。

⑤ 2006年的每股价格/每股现金流量调整了麦当劳拥有的 McOpCo 35%的股份。

⑥ 指与首次公开发行和融资交易相关的费用和支出。

注：单位为100万美元，每股数据单位为美元。

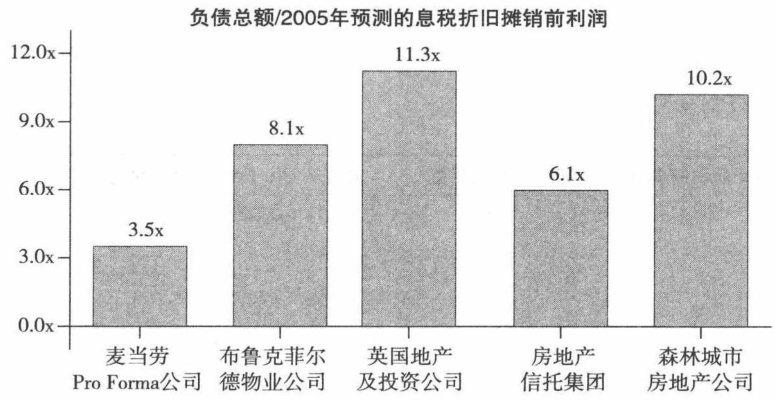
资料来源：Dollars in millions, except per share data. Source: Pershing Square Presentation, November 2005.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 C7-7

麦当劳 Pro Forma 公司和房地产公司的对比



从一些大的房地产投资信托可以看出投资级评级的企业平均处于债务企业价值比为 36% 的水平，相比之下，麦当劳 Pro Forma 公司的债务企业价值比仅为 25%。

公司名称	债务总额/企业价值（%）	穆迪的评级	穆迪的评级展望	标准普尔的评级	标准普尔的评级展望
西蒙物业集团	47. 2	Baa2	稳定	BBB +	稳定
权益写字楼投资信托	50. 9	Baa3	稳定	BBB +	稳定
沃那多房地产信托	37. 4	Baa3	稳定	BBB +	稳定
住宅地产公司	38. 4	Baa1	稳定	BBB +	稳定
普洛斯公司	31. 5	Baa1	稳定	BBB +	稳定
阿克斯顿 - 史密斯信托	33. 5	Baa1	稳定	BBB +	稳定
波士顿地产公司	36. 0	NR	NR	BBB +	稳定
Kimco 房地产公司	25. 2	Baa1	稳定	A -	稳定
AvalonBoy 公寓公司	27. 3	Baa1	稳定	BBB +	稳定
负债总额/企业价值比中间值	36				
负债总额/企业价值比平均值	36				
麦当劳 pro forma 公司负债总额/企业价值	25				

注：2001 年 11 月 11 日的股价数据。

麦当劳 Pro Forma 公司的企业价值假定 EV/预测的 2006 年 EBITDA 倍数为 13 倍。

负债总额包含优先债务。

资料来源：Pershing Square Presentation, November 2005.

麦当劳的管理层和特许加盟商的回应

2005 年 10 月下旬，在潘兴广场团队向麦当劳做陈述报告之后，阿克曼与麦当劳的董事会举行了一系列的会议。为帮助完成这一案例，他引用了类似业务的先例，解释重组将吸引那些专注于股息和利润的投资者和房地产投资者。两家为麦当劳服务的独立投资银行顾问机构就估价和信用影响审查了潘兴广场的建议书，麦当劳的管理团队则分析了摩擦成本（财产税重估、

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

合规性和融资结构）以及监管/合规议题。虽然麦当劳的顾问机构对潘兴广场关于 McOpCo 首次公开发行的估值基本认可，但并不认为资本重组可以造就一个新的拥有更高市盈率的 Pro Forma 公司。

11 月，麦当劳的 CFO 反对潘兴广场的提议，他说："这个提议仅是一项金融工程的试验，并没有考虑麦当劳独特的业务模式。我们对一切想法保持开放的态度，但我们不能危及公司的长远健康发展，我们也不能损害与顾客、加盟商以及供应商的关系"[㊀]。管理层同时声称，他们将通过开展系列计划，在某些业绩不佳的地区（如英国），向特许加盟商出售公司拥有的部分餐厅，以此提高股东价值。麦当劳的 CEO 重申公司"无可比拟"的竞争优势在于其"三脚凳"：公司、特许加盟商及供应商。专栏 C7-8 概括了麦当劳的反对理由。

很多特许加盟商认为潘兴广场的提议对餐厅的所有者是十分不利的[㊁]。国内特许加盟商组织的领导人就鼓励成员忽略阿克曼的计划。他在一封 11 月底公开信函中这样说道："表面上看，他鼓吹的部分观点似乎对我们有益，但我们对其提出的方法产生的长期影响以及对我们和整个系统可能产生的不必要后果表示深切忧虑。"麦当劳的 CFO 将该计划形容为对公司和特许加盟商之间关系的一个"威胁"，它将导致"不健康的餐厅现金流"和"特许经营权益的流失"。麦当劳认为特许加盟商更希望企业总部不仅仅是业主，而且是学识渊博的餐饮导师。

阿克曼坚信尽管他想出售餐厅所在的房地产，但特许加盟商会有他们的新业主。事实上，他希望麦当劳继续当这些餐厅的业主。在公开一个修订版的"特许加盟商－友善关系"提议之前，阿克曼已经与一大批特许加盟商进行了对话，以期得到他们的支持并对麦当劳的管理层进行施压。他也提到取消每个特许加盟商拥有店铺数量的限制可以使得特许加盟商因为规模效应而更有效率地经营。阿克曼指出公司自有餐厅的管理层不像特许加盟商，他们由于缺少直接的股权激励而缺乏动力。最后，他提醒特许加盟商由于公司自有餐厅不用缴纳 3% ~4% 的特许经营费，所以减少公司自有餐厅数量可以产生更为有利的价格结构。

专栏 C7-8

麦当劳拒绝潘兴广场提议的依据（2005 年和 2006 年）

- 建议书中的预测可能缺乏估值依据，没有考虑到麦当劳独特的模式。
- 将引起母公司和加盟商之间的结盟和冲突问题。
- 增加杠杆率可能导致评级机构调低公司的信用级别，这很可能使得借款利率上升到 150 个基点，将影响特许加盟商的贷款成本。
- 不太可能导致估值倍数的提高。
- 通过首次公开发行将公司剥离出去将带来高昂的摩擦成本。
- 可能造成特许加盟商更高的租金并减少利润。
- 公司已经通过增加股息以及股份回购向股东返还了价值。

㊀ Bethany McLean, "Taking on McDonald' s," Fortune, November 15, 2005.

㊁ Julie Jargon, "McD's, Ackman Lobby for Franchisee Backing," Crain's Chicago Business, December 1, 2005.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

评级机构的担忧

信用评级机构对阿克曼的提议颇为担忧。他们认为增加麦当劳的债务、同时剥离公司自有餐厅以及进行数额巨大的股份回购将导致公司面临严重的新债务偿还要求，从而可能导致公司的信用评级下调至仅仅处于“高收益/垃圾债券”的等级水平。自2003年以来，麦当劳的优先级无担保债务评级，标准普尔一直维持A/稳定，而穆迪为A2级。标准普尔评级机构的一位负责人说：“如果麦当劳提高杠杆水平，举债为其股份回购融资，其信用级别状况将面临巨大的压力。信用级别越低，其利率将越高，融资成本将越高”。㊀很多研究员也认为阿克曼在其建议书中所提议的不断增加的巨额债务将会严重损害公司收益。据估计，每1美元运营利润中将有20美分用来支付贷款利息，这将减少公司投资在现有店铺和扩大规模上的现金。㊁

释放麦当劳的房地产价值

潘兴广场团队对包括租赁物业在内的麦当劳全部房地产的估值为460亿美元，远远超过300亿美元的账面价值（折旧和摊销后价值为200亿美元）。460亿美元的估值几乎赶上了520亿美元的企业价值（当时的资本市值460亿美元加上60亿美元的净债务）。这表明投资者看待麦当劳的价值和阿克曼是完全不一样的。问题是市场是否忽视了公司的大部分房地产价值，甚至其品牌价值，而将目光主要集中在公司收益上。

沃那多房地产信托在西尔斯与凯马特合并之前购买力西尔斯4.3%的股份，并在玩具反斗城被收购之时购买了其超过30%的股份。沃那多拥有9 000万平方英尺的办公及零售物业，主要集中在美国东北部。这两起并购事件都是以这样的假设为前提而进行的：股票市场低估了这些零售商的房地产价值。2005年11月初向美国证券交易委员会的一次材料申报中表明，沃那多已经在2005年第三季度收购了麦当劳1.2%的股份，并表示麦当劳的房地产价值被低估。沃那多运用看涨看跌期权组合获得麦当劳的股权，并在2005年第三季度专门通过私下协商来完成交易。沃那多声称，尽管麦当劳拥有账面价值约300亿美元的房地产资产，但其真实市场价值在目前的市场条件下并没有得到真正体现㊂。一个广泛使用而又简单的评估房地产价值的方法是找到一个适用的资本化率应用于房产的经营净利润。由于资本化率会因为市场、资产的种类（住宅、商业或工业等）以及经济状况的不同而不同，研究员认为7%的资本化率比较适合麦当劳的房地产资产组合。运用7%的资本化率计算得出麦当劳总的房地产资产价值（包括土地、建筑物和租赁资产）在减去净租赁收入之前接近640亿美元（见专栏C7-9）㊃。虽然沃那多并没有公布其准确的估价值，但应该和前面的估值相差无几。

㊀ Julie Jargon, “Ackman 101: Debt Could Squeeze Growth at McDonald’s,” *Crain's Chicago Business*, December 12, 2005.

㊁ Ibid.

㊂ Nicholas Yulico, “McDonald’s REIT Could Be a Sizzler,” TheStreet. com, Inc., November 9, 2005.

㊃ Ibid. (Lou Taylor, Deutsche Bank equity research analyst.)

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 C7-9

麦当劳房地产投资信托估值

房产价值=经营净利润/资本化率

↓

经营净利润=约44亿美元（来自于2005年53亿美元EBITDA）

↓

房产价值=44亿美元/7.0%资本化率

↓

房产价值=约640亿美元（相对于297亿美元的现行账面价值①）

尽管麦当劳 Pro Forma 公司不能被认定为 REIT，不能享受 REIT 的税收优惠，但其具有以下几个高信用特征：

▲ REIT 要求通过股息支付 90% 的利润，而麦当劳 Pro Forma 公司具有更强的财务灵活性。

▲ 麦当劳 Pro Forma 公司巨大的品牌价值能够支撑其现金流和整体信用。

① 第四季度 F10-K 截至 2005 年 12 月 31 日数据。折旧摊销后净账面价值为 199 亿美元。

640 亿美元房产价值包括特许经营的租金收入，这是浮动的房产价值，可能不能反映真实市场价值。资本化率的估计由德意志银行分析师提供。

资料来源：Nicholas Yulico, "McDonald's REIT Could Be a Sizzler," The Street. com, Inc., November 9, 2005.

沃那多致力于将麦当劳的所有或大部分房地产资产转变为房地产投资信托（REIT），这需要公司分配和房地产资产相关的所有未分配收益和利润。德意志银行估计该 REIT 的分配将达到税前 200 亿美元，或者接近税后每股 16 美元（相当于麦当劳 2006 年 2 月股价的 45%）。REIT 是指一种公开交易的、集合投资者资本以购买或管理收入型房产和住房抵押贷款的信托或公司。REIT 更倾向于在可以反映更为宽泛的市场条件的估价基础上进行的交易，也被视为一种流动性很强的房地产投资工具。其利润通常不纳税，分红率至少达到应税利润的 90%，而且也可以设定其他条款。虽然 200 亿美元的特殊 REIT 股息将会吸引公众的注意力并使其产生强烈的兴趣，但同时，对这种新型 REIT 可能带来的巨额成本（包括交易税、财产税、资产重估费以及某些特定资产的资本利得税）的批评也很多。另外，人们最关心的是 REIT 转换过程中控制权的丧失和租赁契约延期的未来价值。

潘兴广场和沃那多两家公司提交的建议书有着显著的区别。潘兴广场认为由于麦当劳运营的餐饮业务是资本密集型的，而利润率又很低，所以 McOpCo 公司的部分股份需要通过首次公开发行出售出去。然而，潘兴广场希望麦当劳保留其所有的房地产资产并发行以此为担保的债务来为股份回购融资。沃那多却致力于将麦当劳的房地产资产转变为 REIT，并不提倡 McOpCo 公司公开发行发行，也不建议股份回购。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

麦当劳抵制的后续进展

在麦当劳管理层拒绝阿克曼提议的接下来一周里，潘兴广场于2005年11月主持召开了一次麦当劳股东大会，讨论麦当劳未来可能的选择。在报告中，阿克曼赞扬了麦当劳管理层在过去二年里杰出的运营执行力，但也表示公司应该为股东做得更多，他仍然敦促麦当劳进行变革。

雷曼兄弟的餐饮行业研究员杰夫·伯恩斯坦之后解释道："对冲基金对潘兴广场提交给温迪的建议书表示欢迎，的确他们也收获了成果。长期投资者混淆了它的影响，而且温迪当时的股价表现不好，因此很多人应该为股价的攀升感到喜悦。这使得温迪开始进一步考虑之前所计划的一切。麦当劳已经而且将继续采纳阿克曼的部分建议。然而，一些麦当劳的股东则认为潘兴广场和其他基金应该放弃继续向管理层施压，因为麦当劳的基本面仍然很强"。[1]

2006年1月中旬，此时距离阿克曼提交建议书已经过去了3个月，距离管理层的拒绝也过去了2个月。在和麦当劳超过1/3的大股东沟通之后，阿克曼根据下面的关键点修订了建议书：

- ▲ 通过首次公开发行出售McOpCo（即公司自有餐厅）20%的股份，而不是之前的65%（如果出售20%及以下股份将有免税的优惠）。
- ▲ 运用首次公开发行获取的资金和公司现有的现金在中国和俄罗斯扩大餐饮规模。
- ▲ 将现有的股息扩大3倍至2美元，清偿所有无担保债务，并回购比公司现有回购目标更多的股份。
- ▲ 未来2～3年在成熟市场重新特许1000家门店（取消对所有经营不善门店的特许并代之以新的特许）。
- ▲ 对麦当劳自有门店的财务信息进行更多的披露。

基本上，阿克曼放弃了之前版本建议书的2个最为争议的部分（价值126亿美元的股份回购和147亿美元以房地产为担保的债务发行），也降低了McOpCo首次公开发行的股份比例，同时增加了公司的股息。

麦当劳迅速拒绝了阿克曼的第二份建议书，声称并没有"实质上的新意"。阿克曼回应道："如果不做一些能够提升麦当劳股价的事情，它很可能成为杠杆收购的目标。拥有500亿美元可杠杆化的房地产资产，在这样一个十分强劲的商业住房抵押支持证券市场中，如果麦当劳的股价一直在30美元左右徘徊，它将很容易被收购"[2]。他仍然十分坚定地敦促麦当劳推进McOpCo的首次公开发行，从而建立一个独立的餐厅运营公司，他指出，这样会使其运营更加透明化且更有效率，也会使得公司的市盈率得到大幅的提升。专栏C7-10显示外界关于对冲基金股东积极主义行动和潘兴广场提交给麦当劳的建议书的评论和批评。

---

[1] Jeff Bernstein, Lehman Brothers restaurant equity research analyst, interview with the author, December 21, 2005.

[2] Christine Richard, "Pershing Sq Scraps Debt Issuance in McDonald's Plan," *Dow Jones Newswires*, January 18, 2006.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

专栏 C7-10

外界对潘兴广场建议书的批评和驳斥

很明显，阿克曼先生十分热衷于这个公司，我们对其表示尊重。我们也很欣赏他能大方地承认他之前公开提出的想法并不可行。然而事实是，他最新提交的建议书，与我们之前和他讨论的以及我们先前的评估相比，并没有实质上的新意。阿克曼先生的提议并不会产生我们现有的战略所激发出来的价值。[①]

——玫琳凯·肖，麦当劳投资者关系部门副总裁

一个典型的对冲基金经理的长期计划一般就是盘算着晚上到哪里吃饭。他们的策略就是购买一个拥有被低估资产（如房地产或者现金）的公司股票，这些资产的价值没有被股价充分反映。他们胁迫公司管理层直到公司被迫出售这些资产，换取那些随之分配给他们和其他股东的钱财。然后，他们拿走了这些钱并开始继续寻找猎物。[②]

——丹·米勒，芝加哥《太阳时报》(评论潘兴广场/麦当劳)

阿克曼对麦当劳一直“毫无作为”的指责毫无根据。事实上，这家公司在美国的经营状况一直受到业内的羡慕。毕竟，特许加盟商们希望看到麦当劳自己先得有点投入。[③]

——皮特·奥克斯和斯科特·沃尔特曼，派杰公司研究员

不管阿克曼施加怎样的压力，这家公司都将达到该盈利水平。到达终点之前会是一个缓慢的过程……作为一个投资者，我觉得没有任何问题。因为我觉得我们终将达到同一个目的地。[④]

——赫伯·艾克，美国信托公司

若建立一个独立的餐饮公司，你将会产生一些与预期正好相反的反推动力，这些反推动力在长远看来将有害于而不是有利于股东。[⑤]

——斯科特·罗斯伯特，LakeView 资产管理公司

如果麦当劳提高杠杆水平，举债为其股份回购融资，其信用级别状况将面临巨大的压力。信用级别越低，其利率将越高，融资成本将越高。[⑥]

——一位标准普尔的主管

我们认为 McOpCo 分立出去的最大长期风险将是其对特许经营—公司这一关系的潜在破坏。拥有着 2000 多家美国餐厅，麦当劳传递给特许加盟商的信息不仅仅是销售，而是他们的底线。相反，不插手餐厅的经营，正如提议里所建议的那样，麦当劳很可能会辜负特许加盟商对其的信任。总之，分立会威胁到“三脚凳”的稳定。[⑦]

——马克·威尔塔姆斯和达纳·格林伯格，摩根士丹利

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

> 表面上看，这场争论有很多有价值的地方。阿克曼认为市场低估了这家公司的价值，我同意他的观点。这个家伙很会辩论，我也认为公司欠股东一个合理的解释。⑧
>
> ——利昂·库珀曼，欧米茄顾问公司
>
> ① McDonald's press release, January 18, 2006.
> ② Dan Miller, "Greedy Mac Attack Badfor Business," *Chicago Sun-Times*, December2, 2005.
> ③ Nichola Groom, "Mc Donald's Investors Unswayedby Activist Proposal," *Reuters*, January 19, 2006.
> ④ Ibid.
> ⑤ Deepak Gopinath, "Hedge Fund Rabble-Rouser," *Bloomberg Markets*, October 2005.
> ⑥ Jargon, "Ackman 101."
> ⑦ Mark Wiltamuthand Dana Greenberg, Morgan Stanley Equity Research North America, November 1, 2005.
> ⑧ "McDonald's Rejects Shareholder Plan to Restructure," *Reuters*, January 18, 2006.

停战

在2006年1月底举办的年终业绩电话会议中，麦当劳的CEO说："我们的制度是公司可靠性的堡垒，这个制度从核心上讲就是特许经营运营。抛弃它或者对它进行重组，就如积极策略对冲基金威廉·阿克曼最近倡导的一样，这是不可能的。"然而，尽管给出了如此坚决的言论，这位CEO还是宣布麦当劳将一些经营不善的店面出售给那些更加专注盈利的业主，即未来3年内在15到20个国家里出售约1 500个自有餐厅给那些拥有"开发许可所有权"的业主，包括英国的800家餐饮店。该CEO也承诺提供公司自有餐厅和特许经营餐厅更为透明的信息。在麦当劳同意出售旗下经营不善的自有餐厅以及提供更为透明化的财务信息的第二天，阿克曼就宣布放弃他的股东积极主义行动，并说："我们支持麦当劳的做法，因为他们在做正确的事。他们几乎已经给了我们想要的一切。我们唯一没有得到的、我们认为能瞬间给公司带来价值的，就是McOpCo的真正剥离（即首次公开发行）"㊀。表C7-2显示了潘兴广场两份建议书的现金支出差异对比和麦当劳管理层的最终决定。

表C7-2 潘兴广场建议书与麦当劳管理层计划的区别 （单位：10亿美元）

	潘兴广场建议书（2005年9月）	修订的潘兴广场建议书（2006年1月）	麦当劳管理层计划
股息	未详细说明	1.7	2006年与2007年的总额为
股份回购	12.6	未详细说明	50亿～60亿美元股息和股份回购①
首次公开发行募集资金（税后）	3.3	1.3	无
担保债务发行	14.7	无	无
债务减少	5.0	无	无
交易费用	0.3	未详细说明（少于3亿美元）	特许经营更新的最小数额

① 2005年的总额为8.5亿美元的股息和12亿美元的回购（共计20.5亿美元）。

㊀ Nicholas Yulico, "McDonald's Placates Pershing," *TheStreet. com, Inc.*, January 25, 2006.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

回顾

2005 年 11 月，在被问起潘兴广场的建议被麦当劳采纳的可能性有多大时，阿克曼这样回应："我是一个立场坚定的人，尤其当我认为自己是对的时候。我认为这不会演变成一场代理权之争，这是一场智慧的较量。我们有能力让别人分享我们的想法。"潘兴广场行使期权后获得的 4.9% 股权使其成为仅次于拥有麦当劳 5.5% 股权的道奇・考克斯基金的第二大股东。不包括潘兴广场在内的前十大股东持有公司已发行股票数的 30%。沃那多和潘兴广场一共持有了稍多于 6% 的股票；然而即使拥有其他投资者的支持，不论是对冲基金还是共同基金，其所有的持股水平加起来都无法起到决定性作用。

12 月阿克曼解释道："如果业务的价值被低估，且如果只需要一些简单的作为，股东会更容易感知到的。麦当劳在 5 年里没有采取任何举措，温迪在夏季前做的也很少。我们说服了温迪进行重组，自从潘兴广场介入之后，温迪的股价在过去的几个月内就上涨了 17 美元。如果麦当劳的管理层愿意积极的考虑我们的建议，我们将看到不一样的结果。"

阿克曼继续说道："我们为寻找一个支付价格和真实价值之间的高折扣做足了功课，我们的途径是在公开之前先和管理层进行商讨。"潘兴广场一般仅考虑公开上市的公司，因为阿克曼认为投资于非上市公司和上市公司需要不同的技巧。他补充道："潘兴广场关注于优质的业务，所以假如你时机选择错了，仍可以通过颇具吸引力的优质业务来弥补，因为随着时间的流逝，公司将越来越有价值。"温迪的股价从潘兴广场第一次持有权益头寸开始上升了 55%；然而麦当劳的股价仅仅上升了 20%。阿克曼仍然认为他最初为麦当劳打造的变革策略可以使其股价上升到 45～50美元，这与他最初提出建议之时相比有 37% 到 52% 的溢价。

单独来看，2006 年初最令人期待的两起首次公开发行事件是 Chipotle（麦当劳股份）和提姆－荷顿（温迪股份）。Chipotle 的首次公开发行在 2006 年 1 月打破了 5 年来上市首日收益的历史记录，价格相对于发行价翻了一番，提姆－荷顿的股价则在 2006 年 3 月底的上市首日小涨了 42%。

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

保时捷、大众汽车和 CSX：汽车、火车与衍生品

当阿道夫·默克尔，这位曾经领导了成功投资从医药到水泥等数十家企业的家族控股公司 VEM 公司的商界巨人，在 2009 年 1 月的一个下午离开家且未返回的时候，其家人意识到他一定出了什么状况。当天晚上，他们的担心变成现实，一位德国铁路工人在慕尼黑以西约 100 英里，靠近默克尔家乡布劳博依伦的通勤列车线附近发现了他的尸体。

在他 2008 年向媒体坦承损失之后，众人皆知金融危机对默克尔的投资造成了不良影响。默克尔，这位名贯德国的精明投资者，由于在史无前例的逼空行情中站错了队而损失了数亿欧元。在逼空过程中，做空某个公司的股票或是赌定其股价不会上升的投资者，在面对突如其来的股价上涨时，被迫进入市场买回股票以平仓空头头寸。默克尔此次错误地做空大众汽车股票无疑成为那些最终引发其家族和 30 位债权人之间关于 VEM 公司财务流动性对话的损失中最大的一个。

利用衍生品获取控制权

大众汽车权益衍生品

并非仅有默克尔大举做空大众汽车股票。一些对冲基金，包括绿光资本、SAC 资本、格伦维尤资本、老虎亚洲资产管理公司和派瑞资本，都在 2008 年 10 月 26 日一则"保时捷通过现金结算期权获得大众汽车大量多头合成头寸"的消息公布后的几小时内，因大量的空头头寸而损失了数十亿欧元。保时捷当天发布的消息显示，它已拥有大众汽车 74.1% 的股权，包括已知的 42.6% 的公司股票和额外的占公司 31.5% 股份的现金结算股票期权。对冲基金和其他投资者很快意识到：如果考虑到由德国下萨克森州持有的无法借入的 20% 的股权，市场上只剩 5.9% 的股票可供做空者买入以平仓空头头寸。由于对冲基金对股票的需求远远超过可借股票的供给，在接下来的两天时间，该逼空使得大众汽车的股价上涨了 5 倍。此外，由于该公司股票被纳入在 DAX 指数中（一种市值加权指数），大众汽车的股价也因此承受着上涨的压力，因为随着股价的上涨，指数基金必须购买更多的股票。

保时捷通过衍生品合约获取大众汽车控制权的努力制造了大型公司股价史上最富戏剧性的急速上升。在没有被对冲基金和第三方机构挟持股价上升的情况下，保时捷公司首席财务官霍尔

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

格·哈特利用这一精明战略成功获取了大众汽车的控制权。这一策略也使大举做空大众汽车股票的对冲基金损失惨重。

CSX 股票衍生品

仅在几个月前，相似的情形就在海外发生过。2008 年夏天，法院裁决两个总部设在英国的对冲基金，顽童基金（TCI）和 3G 资本在未公开其意图的情况下非法预谋控制美国铁路公司 CSX。另一法院裁定，TCI 和 3G 违反了美国证券交易委员会的公开披露要求，当它们与多家投资银行签订所谓总收益互换合约的权益衍生品时，隐藏了收购 CSX 的意图。[㊀]总收益互换合约是一种一方按预先设定的固定利率或浮动利率支付利息，另一方支付标的资产收益，包括该资产产生的收入和资本利得或损失的合约。条例 13D 强制要求超过 5% 的股权变动必须披露，但是对冲基金却坚称其持有的互换合约头寸并未给予它们对股权的有效控制，因而没有披露的义务。法院针对对冲基金的裁定将权益互换合约推向新的领域。权益互换合约是一种“合成股票”，授予持有者获得股份收益但没有投票权。

但是，CSX 并没有获得完胜。尽管对冲基金因为违反信息披露规则而被束缚住了手脚，但他们最终还是获得了 CSX 董事会席位。法院认为，由于无法否认股东选举董事会的权利，因而逆转对冲基金的所作所为已为时过晚。虽然庭审一直持续到秋季，但联邦上诉法院法官最终还是授予 TCI 和 3G 总计 4 个董事会席位，包括 TCI 的克里斯托弗·霍恩，[㊁]以替代 2 位获 CSX 董事支持的持异议的候选人。

虽然许多美国公司已将权益所有权的定义扩大到股票衍生品的所有人，但这一裁决迫使美国证券交易委员会根据美国法律将所有权定义地更加严格规范。

这两个故事说明了权益衍生品，如现金结算期权和权益互换等，正在变得越来越重要。保时捷和对冲基金为了相似的控股目的使用了权益衍生品，却取得了截然不同的效果。保时捷为控股大众汽车而使用的这些金融衍生品导致公司市值产生大幅波动，并使得做空大众汽车股票的对冲基金损失惨重；而 TCI 和 3G 对 CSX 所有权的争夺引起了法律争端并被联邦法官裁定违法，但当得到 CSX 董事会 4 个席位时，上述对冲基金对公司的控制权无疑也得到了加强。

比较上面的两个故事，可以为我们理解权益衍生品的使用提供一个基本框架：评估与这些工具相关的与日俱增的监管、经济和法律风险；吸取以它们为工具获取公司股票所有权的经验教训。这样的分析自然会引出以下问题：权益衍生品究竟该不该公开披露？CEO 们究竟该不该积极考虑使用衍生品合约？投资银行成为衍生品合约的交易对手时会不会串谋，或者还是只为客户服务？对冲基金在运用权益衍生品时会否公平参与？对冲基金如何会因这些衍生品而引火上身？监管者究竟该不该让这些衍生品的信息披露成为理所应当的事情？

㊀ 法院认为，鉴于两只对冲基金运用现金结算互换交易不正当地规避业已形成的“受益所有人”的披露义务，其行为已经违反了 1934 年证券交易法 13 章的条款和 13d-3（b）的规定。

㊁ “CSX Accedes Seats to Dissidents,” *Directorship*, September 17, 2008, http://www.directorship.com/csx-fills-board.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

CSX 与 TCI 和 3G 的激烈碰撞

背景

CSX（1 家总部设在杰克逊维尔的铁路和运输集团）的前身是切西系统公司（Chessie System），该公司成立于 1836 年，拥有著名的 C&O 和 B&O 铁路线。CSX 于 1980 年由切西系统公司兼并滨海海岸线公司（Seaboard Coast Line Industries，成立于 1958 年）而来，其后的系列兼并与剥离也不断增强了终端与中转业务以及线路的运输能力。通过其煤炭业务，CSX 在 2007 年向发电站和工厂运送了约 190 万车皮的煤炭、焦炭和铁矿石。其收入几乎百分之百都来自于铁路和联合运输业务。

CSX 主要通过其主运营公司 CSX 运输公司（CSXT）经营其北美的运输网络，在大约 21 000 英里的铁路线网上提供货物、煤炭和汽车运输服务。CSX 运输公司作为美国东部最大的铁路网之一，通过遍及 23 个州的 230 多条短线和区域铁路为数以千计的生产和配送机构提供服务。[㊀]CSX 的首席执行官迈克尔·沃德，被盛誉为运输领域的创新者和领导者，在最近经济衰退前的 5 年内提供的收益远远超过标准普尔指数。此外，他还被《铁道时代》（*Railway Age*）杂志评选为 2008 年度铁道人物。

自从 2003 年，基金经理克里斯托弗·霍恩以期初资产规模 30 亿美元创立 TCI 起，TCI 就采取了与德意志交易所、荷兰银行、韩国烟草制作商 KT&G 管理层相悖的公共立场。它激进的运作方式在 2005 年获得了收益，那时它成功地替换了德意志交易所的领导层。但在 2007 年，这种激进策略没有成功，日本政府以国家安全为由迫使 TCI 放弃其在电力公司日本电源开发公司的头寸。被迫出售头寸给 TCI 造成了 125 亿日元（12 730 万美元）的损失。

霍恩最初以基金经理的身份成名于英国伦敦的对冲基金佩瑞资本，在那里他耳濡目染了欧洲的投资活动。自从创立 TCI 以来，他主要通过在欧洲和亚洲的一次性、大规模权益投资获得了丰厚收益。2006 年，标准普尔对冲基金指数仅上涨了 3.9 个百分点，而 TCI 的收益率却高达 40%，并获得了一家伦敦杂志 *EuroHedge* 评选的欧洲最佳对冲基金的最高奖。但就像其追随者和批评者所言，霍恩有一些“性格上的粗糙面”。[㊁]他以苛刻的为人态度、给目标公司充满挑衅的邮件和断断续续而又轻蔑的发言著称。

2004 年，帕维尔·贝根和克里·贝利共同创立了 3G，该基金着眼于不超过 10 项投资标的的长期投资。公司名称来源于公司愿景中的 3 个 G：投资好的业务（Good Business）、由好的管理团队运营（Good Management）和在好的价格上成交（Good Price）。

㊀ CSX Company Report, Datamonitor 2008.

㊁ Laura Cohn, “A Little Fund With Big Demands,” *BusinessWeek*, May 23, 2005, http: //www. businessweek. com/magazine/content/05_ 21/b3934161_ mz035. htm.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

TCI 和 3G 建立头寸

2007 年，TCI 和 3G 积极呼吁 CSX 改革，通过变革高级管理层结构，包括分离董事长和首席执行官角色（这两个职位都由迈克尔·沃德执掌），来提高业绩。并且他们试图增加 5 名独立董事进入董事会，并将管理层报酬与绩效挂钩。作为回应，CSX 发表声明宣称，自己是唯一已经建立百分之百以绩效为基础的年度和长期激励计划[⊖]的大型铁路公司。

2008 年 2 月，CSX 在写给 TCI 的信中提到，TCI 呼吁投资者推进公司变革“并不是出于完善公司治理结构的目的，而是为了更有效地控制 CSX”。CSX 已经修改其章程，只有当公司收到来自 15% 以上具有投票权的股东的书面要求时，才会召集特别会议。

接下来的 1 个月，CSX 提出法律诉讼，控告 TCI 和 3G 违反了《证券交易法》的条例 13D，该条例要求对目标公司 5% 以上的所有权头寸需要公开披露。CSX 获悉，这些对冲基金最初已与各方达成总收益互换合约，这些互换合约将给予 TCI 和 3G 超过 14% 的 CSX 股票头寸的经济收益，其总账面价值超过 25 亿美元。据称，就算不是全部，绝大部分的总收益互换合约的交易对手也累积了等量的 CSX 股票头寸，以对冲上述合约。图 C8-1 是法律诉讼时间表。

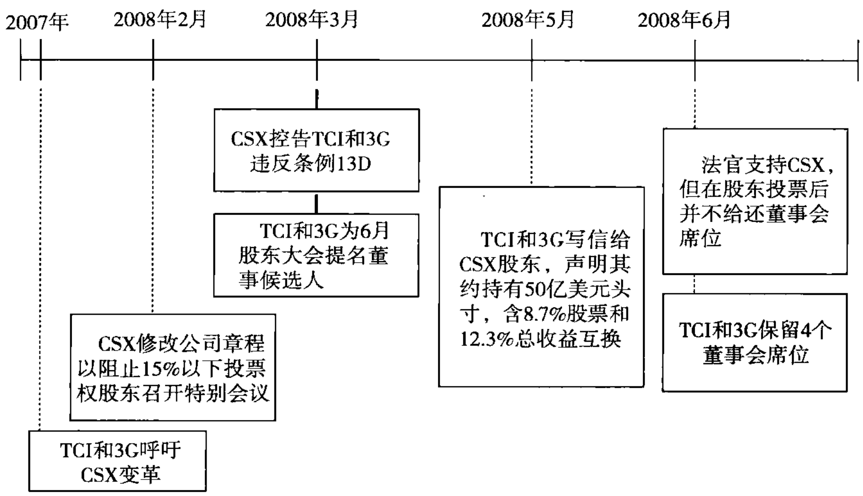


图 C8-1　法律诉讼时间表

同时，TCI 和 3G 成立了一个提名董事会候选人的小组，以在 2008 年 6 月的 CSX 年度股东大会上参选。在 5 月底，这两个投资者继续对 CSX 股东保持攻势，在信中声称其头寸已增至 21%，包括 20 亿美元持股（8.7% 的 CSX 股票）和账面价值高达 28 亿美元的总收益互换合约（12.3% 的 CSX 股票）[⊜]。他们的既定目标是说服股东在下次竞选中投票选举其提名的候选人进入董事会并接受它们的建议（据他们所言，此举可以帮助 CSX 在 5 年内实现 22 亿美元的年生产率提

⊖ 与业绩挂钩的薪资，不包括时间度量的股票期权和限制性股票。

⊜ Dan Slater, “Judge Kaplan Reprimands Hedge Funds in Takeover Battle with CSX,” June 12, 2008, http://blogs.wsj.com/law/2008/06/12/judge-kaplan-reprimands-hedge-funds-in-takeover-battle-with-csx.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

高收益）。[一]

在 CSX 总收益互换合约中，标的资产，或者说参考资产，是接受协议利率支付[二]的合约参与方所持有的 CSX 普通股股票。在交易期限内，总收益互换合约中参考资产收益的接受者，在承担标的资产市场风险的同时，拥有了该资产合成多头头寸。

在 CSX 总收益互换合约中，TCI 和 3G 向 8 家投资银行支付利息，这 8 家投资银行向 TCI 和 3G 支付 CSX 股票收益。总收益互换合约对于 TCI 和 3G 的关键好处是：它们并未实际拥有 CSX 股票便获得了 CSX 的权益暴露。对冲基金青睐这些互换协议，因为可以以最小的现金支出获得大量的风险暴露，并且直到 2008 年的法院宣判，才由于法律要求而不得不公开披露。图 C8-2 是 CSX 总收益互换合约。

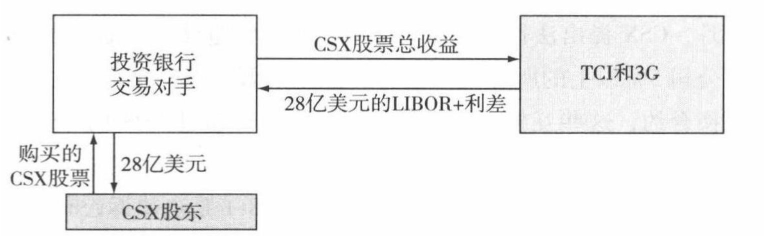


图 C8-2　CSX 总收益互换合约

保时捷和大众汽车：兄弟重聚

继 2008 年美国法院勉强授予 TCI 和 3G 两方 CSX 董事会席位的裁定后，保时捷运用权益衍生品获取大众汽车控股权的策略也被德国所接受。当然这种温馨的感觉一部分原因是出自两家公司长期的历史渊源。

费迪南德·保时捷在 1931 年设计了大众甲壳虫汽车，它也是豪华车制造商保时捷的创始人。作为公司的第一个产品，保时捷 64 内置了许多与甲壳虫相同的部件。费迪南德·保时捷也是保时捷和大众汽车董事长的祖父。

保时捷主要生产一系列的豪华车，其中包括著名的 911、Boxster 和更具现代感的卡宴 SUV，年产约 10 万辆。

与保时捷不同，大众汽车年产超过 600 万辆，主要市场是欧洲、美洲、亚太和非洲。其品牌范围从面向中端市场的自主品牌、面向家庭的斯堪尼亚到奥迪、兰博基尼和宾利。

近年来，德国的政治家们开始公开诋毁外国投资者（自 1990 年以来，这些外国投资者购买了 5 000 多家德国公司），并呼吁将更多的企业所有权留在德国人自己手里。保时捷首席执行官温德林·维德金在 2005 年宣布，该公司有意购买大众汽车 20% 的股票，以支持“德国方式”解决收购困境，匹配下萨克森州持有的 20% 大众汽车股份。[三]到 2007 年，公司增加其持股比例至

[一] Lisa LaMotta, “CSX Tells Activists To Get Off The Tracks,” *Forbes. com*, May 20, 2008, http://www. forbes. com/equities/2008/05/20/csx-tci-update-markets-equities-cx_lal_0520markets41. html.

[二] Barron’s Dictionary of Financial Terms.

[三] Mike Esterl et al. , “As Giant Rivals Stall, Porsche Engineers a Financial Windfall,” *Wall Street Journal. com*, November 10, 2008, http: //online. wsj. com/article/SB122610533132510217. html.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

30%，促使德国立法者修改证券法，根据该法保时捷将面临要约收购的压力。手脚被缚难以施展，保时捷公开否认其绝对控股大众汽车的意图，并只收购了法律规定的最低额外股份，只增加了微小的 0.6% 的股份。图 C8-3 为保时捷持有大众汽车股票头寸时间表。

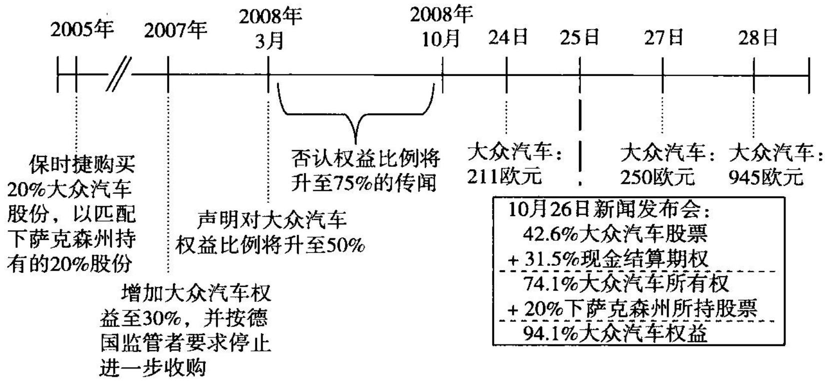


图 C8-3 保时捷持有大众汽车头寸时间表

突然间，保时捷改变航向。2008 年 3 月，在其公开拒绝提高在大众汽车所有权比例不到 1 年时间，保时捷董事会支持 CEO 将大众汽车净头寸增至 50% 的目标。在 3 月和 10 月间，维德金及其他保时捷官员否认了保时捷将会将头寸增至 75% 的传言。

2008 年 10 月 24 日（星期五），大众汽车股票收盘价达到 211 欧元。

10 月 26 日，保时捷投下一枚重磅炸弹，在新闻发布会上披露，它已获得大众汽车 42.6% 的权益和 31.5% 权益的现金结算期权。这则消息意味着，考虑到下萨克森州持有的 20% 大众汽车权益，市场上流通的大众汽车权益只有 5.9%，这缔造了一个完美的逼空。

截至 10 月 28 日，大众汽车股价盘中一度超过 1 000 欧元（1 125 美元），其公司总市值达到 3 240亿欧元（3 640 亿美元），并暂时成为世界上最有价值的公司（见图 C8-4）。若不是披露之前与投资银行签订的期权合约，保时捷很难从别人手中获得大众汽车股份。

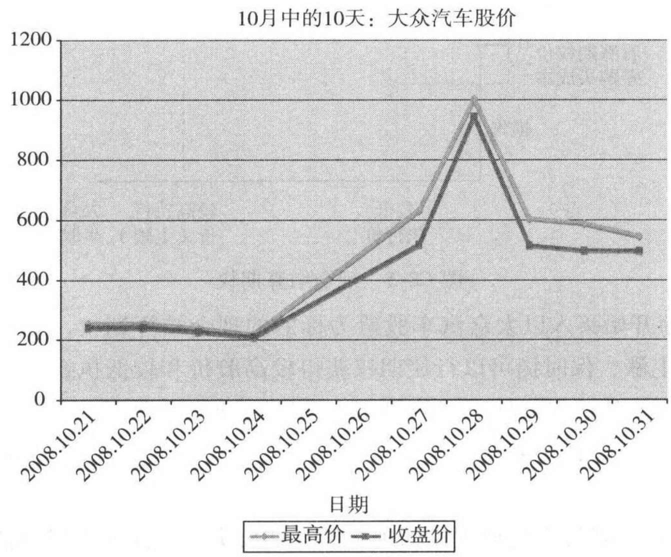


图 C8-4 大众汽车股价走势

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

在保时捷披露之前，许多对冲基金参与了涉及大众汽车股票的配对交易。他们一方面做多大众汽车优先股，另一方面做空其普通股。除此之外，许多对冲基金也做多保时捷公司普通股，而做空大众汽车普通股。

随着保时捷的披露，对冲基金发现其已深陷史无前例的逼空行情中。为平仓空头头寸，他们四处抢夺大众汽车股票，一步步将大众汽车股价抬升到之前难以想象的水平。由于大众汽车在指数中的比例随着股价上升而上升，指数基金为保持大众汽车股票在 DAX 指数中适当权重，不断购买大众汽车股票，这又进一步加剧了其股价上涨的压力。这些巨大的需求使得大众股价上涨 5 倍，并预计给参与大众汽车股票配对交易的对冲基金造成 150 亿美元损失。

现金结算期权

现金结算期权，是一种以现金作为结算方式的期权合约。支付的现金等于期权有效期内或到期日时市值与合约执行值之间的差额。与此不同的是，实物结算期权要求标的证券实物的交割。

保时捷签订的以大众汽车股票为标的的现金结算期权是看涨期权价差，如果在期权有效期内大众汽车股价上涨，保时捷有权得到预先设定的最大现金支付额（见图 C8-5 和图 C8-6）。在期权有效期内或到期日，大众汽车股价超过期权的执行价时，购买大众汽车股票现金结算期权的保时捷有权获得一份未来的现金收益。现金收益有由初始状态决定的上限，通常会设定较高的执行价格。上限越高，期权费越高。投资银行通过购买“得尔塔”数量的大众汽车股票来对冲其现金支付风险暴露，这一数量由股价超过执行价格的概率决定。

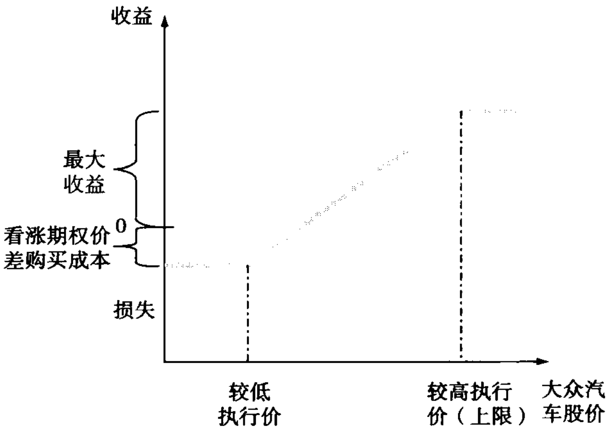


图 C8-5　现金结算期权

保时捷从 2005 年开始买入以大众汽车股票为标的的现金结算期权，那时大众汽车股价不到 100 欧元。如果股价上涨，保时捷可以行使期权获得较高股价和较低执行价格之间的差额（收到的现金会有一个上限）。然后保时捷可以使用现金购买大众汽车股票。保时捷可以采取另外一种方式，要求交易对手投资银行按照期权执行时的价值交割同等价值的股票（尽管投资银行可能拒绝按这种方式更改合约）。

德国法律不要求投资者披露任何规模的现金结算期权头寸，这就为保时捷在公众毫不知情的情况下建立庞大的大众汽车股票头寸大开方便之门。

書 书最多 www.szd123.net

第三篇　案例研究

書 书最多 www.szd123.net

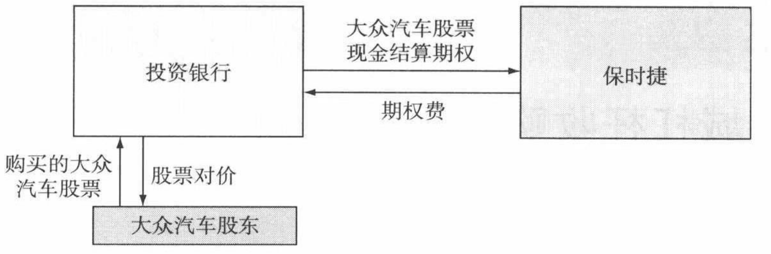


图 C8-6　现金结算期权：保时捷和投资银行

作为保时捷交易对手的投资银行，为对冲风险暴露而持有大众汽车股票，由此减少了其在市场上的流通量。

互换的隐秘行动

正如运用总收益互换合约以增强在 CSX 影响力的对冲基金一样，保时捷的衍生品创造了一种合成所有权。在以上两种情况中，衍生品合约的交易对手都持有普通股作为对冲，而衍生品合约的支付方则承担相应的经济风险并享有所有权收益。这种通过衍生品悄无声息的收购方式正变得越来越普遍，因为公司和投资者都试图在不披露任何信息的情况下获得目标公司的控制权。

进退维谷

保时捷试图控股大众汽车的后续故事是，德国政治家们首先解除了对保时捷运用现金结算期权逃避公开披露进行公开调查的呼吁。他们的意见符合大多数德国民众的观点：这一并购注定会发生，对冲基金和其高昂的损失根本不值得同情。随后，德国证券监管机构——德国联邦金融服务监管局（BaFin）发现“没有任何证据显示存在不法行为。”㊀ 即使德国联邦金融服务监管局发现保时捷打破了它的规则，也只是因不披露信息而对保时捷处以不超过 20 万欧元的罚款和违反要约收购条例处以 100 万欧元的罚款。

现在看来，保时捷 CEO 做了一笔严谨、精明的买卖，就像 TCI 和 3G 在争夺 CSX 股东代理席位时做的一样，收益远远超过了成本。

这些事都发生在 2009 年 1 月 5 日之前，而在当天，阿道夫·默克尔在德国的铁轨上自杀身亡，据推测是由于大举做空大众汽车股票造成公司巨额亏损而深受打击、不堪重负所致。

㊀ Chris Reiter, “Porsche May Delay VW Stake Increase as Debts Mount,” *Bloomberg. com*, March 31, 2009, http://www. bloomberg. com/apps/news? pid? newsarchive&sid? aI48elcKDQog.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

玩具反斗城杠杆收购

“我不想长大，我是一个玩具反斗城的小孩”，这是玩具反斗城公司（Toys “R” Us）著名的营销口号，玩具反斗城是20世纪八九十年代世界领先的专业玩具零售商。资深的私募股权投资人士对其所在行业的发展可能抱着类似“不想长大”的心态。私募股权投资业的发展初期，只有相对较少的机构以及远远超出行业资本量的报酬丰厚的投资机会。然而，到2005年，史无前例的巨量资本涌入私募股权投资业，行业的交易总值达到了一个新的高点。私募股权投资业成为了一个竞争非常激烈的行业，好的投资机会被过多的资本追逐，这种情况使得投资者很难获得与过去相媲美的高收益。私募股权投资的管理人应该会希望这一行业永远不要发展成熟，这样他们就可以继续获得能够为自己及有限合伙人带来满意收益的投资机会。

2006年，2520亿美元的资本进入私募股权投资业，与2000年的900亿美元相比，整整增长了181%（见图C9-1）。随着投入资本量的不断增加，对投资机会的需求也不断增加。2006年，私募股权投资交易总值超过了2 330亿美元，与2000年的410亿美元相比，整整增长了475%（见图C9-2）。不断加剧的供给需求失衡导致了杠杆收购平均交易价格倍数（总交易价格/EBITDA）的增长，这一倍数在2006年达到了史无前例的最高点8.6倍（见图C9-3）。

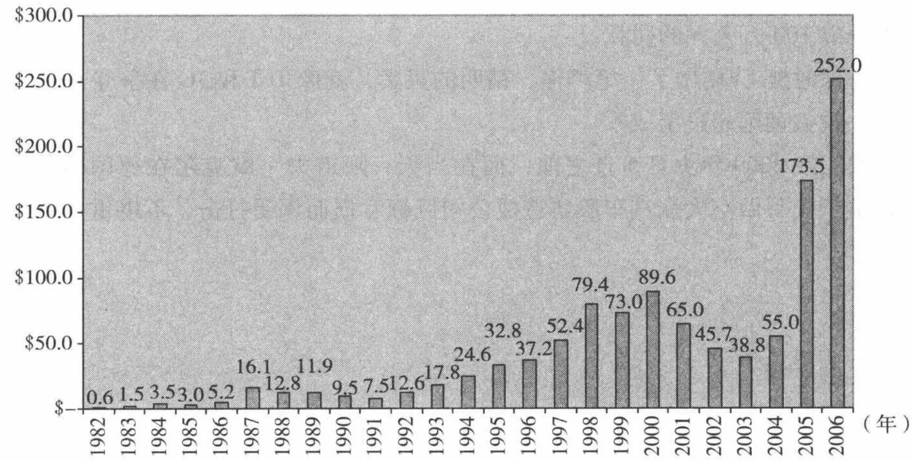


图 C9-1　美国私募股权投资行业承诺资本量（10亿美元）

资料来源：Standard & Poor's.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

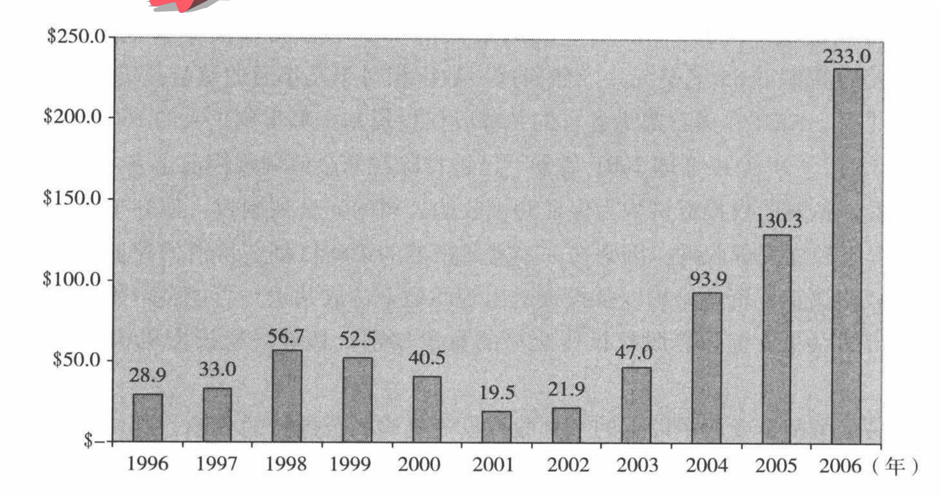


图 C9-2　杠杆收购交易总值（10 亿美元）

资料来源：Standard & Poor's.

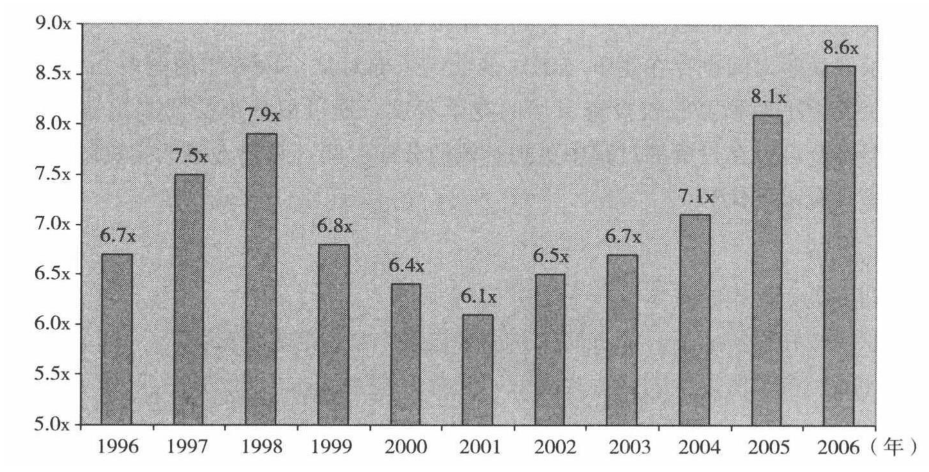


图 C9-3　历年杠杆收购交易价格倍数

资料来源：Standard & Poor's.

案例要点

本案例模拟了私募股权投资者评估一项潜在投资的过程。它要求读者：①确定对玩具反斗城投资的风险和收益；②评估不同投资运作模式下的收益变化范围；③确定能够改善投资风险收益特征所可能采取的战略行动。本案例还讨论了玩具反斗城杠杠收购中的参与方以及私募股权投资业的发展新趋势。

成熟行业中俱乐部交易的产生

在过去，超大型的私募股权投资基金能够凭借其基金规模上的明显优势，将与小型基金之

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

间的竞争程度降到最低。2004 年 11 月，当时最大的单个私募股权投资基金是“JP 摩根全球 2001 基金”，大约募集了 65 亿美元。[一]然而这一数字相对于几年后的基金募集规模则相形见绌。例如，2007 年 1 月，KKR 和黑石都为各自的私募股权投资基金募集到了大约 160 亿美元的承诺资本。[二]2007 年 1 月，“JP 摩根全球 2001 基金”已被排除在基金募集规模前十名之外。[三]

从历史来看，私募股权投资机构为保证对被收购公司的完全控制权，偏好于在没有其他金融合作伙伴的情况下独立完成收购。因为在一个需要精准的策略以创造价值的行业，合作相关的事宜（如需要在战略决策、资本结构以及投资退出等问题上达成共识）可能会带来麻烦。然而，随着资产类别的增加以及传统私募股权投资交易的竞争加剧，私募股权投资机构开始转向俱乐部交易。

俱乐部交易是由两个或两个以上的私募股权投资机构联合进行的收购，这使得它们可以收购单个私募股权投资机构没能力收购的大型企业。许多基金对可以投入单个资产的承诺资本的比例设置了集中限制。俱乐部交易将多个私募股权投资机构的资本集中起来，从而扩大了潜在的收购范围，使大规模的收购成为可能。俱乐部交易使得大型私募股权投资基金可以将小型基金力所不及的公司作为收购目标，从而减少竞争，提高潜在投资收益。

尽管在俱乐部联盟之间也存在竞争（例如多个俱乐部对某一项资产的竞争），但这种竞争的程度要低于传统的中小型私募股权投资市场的竞争程度。通过俱乐部交易来追逐更大的投资目标，使得超大型基金可以在投资的过程中更加有效的分配时间（该行业最为宝贵的资源）。

俱乐部交易具有以下优势：

- ▲ 有限的竞争
- ▲ 允许调度更大规模的资本
- ▲ 在尽职调查和投资评估时能够充分利用来自多个渠道的专业知识
- ▲ 分摊评估投资时所发生的费用并降低“失败”交易成本

俱乐部交易的劣势是：

- ▲ 有限的投资控制力——存在战略分歧的可能
- ▲ 与有限合伙人风险分散的意愿不符，因为这些合伙人通过参与投资多个基金成了同一种资产的所有者
- ▲ 在反竞争行为方面产生了潜在的监管问题

具体的竞价包括两种：一种是提交各自的竞价来确定一个竞争价格，协议约定未来的集资价格，另一种是在过程开始的时候就确定一个集资价格来缩减潜在购买者的范围。2006 年 10 月，司法部展开了一项针对私募股权投资机构潜在反竞争行为的调查。司法部官员向 KKR、银湖以及其他机构发函，以获取这些机构在交易以及竞购方面的信息。[四]

[一] “The New Kings of Capitalism,” *The Economist*, November 25, 2004.
[二] “The Uneasy Crown,” *The Economist*, February 8, 2007.
[三] Ibid.
[四] “Justice Department Probing Buyout Funds,” *MSNBC. com*, October 10, 2006.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

根据 *Buyouts* 杂志的调查，在 2005 年完成的 845 项私募股权投资交易中，有 125 项属于俱乐部交易，占比达到近 15%。[㊀]近期备受瞩目的俱乐部交易案例包括美国胜科国际系统公司、赫兹租车公司和美国医院公司。除非监管环境出现较大的改变或者现行的俱乐部交易出现问题，否则俱乐部交易很有可能继续发展。

支付给私募股权投资机构的股息和费用

私募股权投资业另外一个日益普遍的趋势是，在完成一笔交易之后，被收购公司马上进入资本市场募集资金以向私募股权投资所有者支付巨额股息。一种典型做法是公司通过债务市场来为这些股息融资，以致出现了更多高杠杆、高风险的公司。某些案例中，当初始投资后的一年内，支付给私募股权投资机构的股息就等于其初始权益出资。在赫兹租车公司杠杆收购交易中，克莱顿、杜比利埃与赖斯公司、凯雷集团和美林在以 150 亿美元联合收购赫兹公司后的 6 个月，就获得了由银行贷款提供的 10 亿美元股息。[㊁]大约 4 个月之后，赫兹公司通过首次公开发行偿还债务并为再次的股息募集资金，以致最终支付给私募股权投资所有者的股息总额达到了其 23 亿美元初始投资额的 54%（它们仍然持有赫兹公司 71% 的所有权）。

另外，私募股权投资基金还会从所投资的企业中拿出资金来向自己支付大额的顾问费。大型交易的这项费用在收购阶段往往超出了 5 000 万美元，同时在所有权存续期间一般还会每年向企业收取费用。

2005 年美国玩具零售业

2005 年，美国玩具零售业的销售总额为 213 亿美元，相对于 2004 年的 221 亿美元下降了 4 个百分点。[㊂]尽管有些大类的玩具（如毛绒玩具、车辆玩具、游戏玩具以及拼图玩具）在 2005 年的销售额出现大幅下滑，但在某些子类的玩具上销售额出现了增长。由于对玩具大类和子类的定义千差万别，所以很难通过各种途径来得到连续一致的数据。然而，值得注意的是，总体来说，玩具零售业的美元销售额已经是第三个下滑年度了。各类玩具的销售变动情况请见表 C9-1。

表 C9-1　美国玩具零售业

类别	2004 年（10 亿美元）	2005 年（10 亿美元）	增长率（%）
可动人偶玩具及配件	1.25	1.30	4.0
工艺品	2.50	2.40	-4.0
积木组合玩具	0.60	0.70	16.0
洋娃娃	2.76	2.70	-2.0
游戏/拼图	2.64	2.40	-9.0
婴儿/学龄前儿童玩具	3.13	3.10	-1.0

㊀ Mark L. Mandel, "Wielding a Club," *New York Law Journal*, June 29, 2006.
㊁ "Gluttons at the Gate," *BusinessWeek*, October 30, 2006.
㊂ NPD Group Press Release, February 13, 2006.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

类别	2004 年（10 亿美元）	2005 年（10 亿美元）	增长率（%）
学习探索类玩具	0.37	0.39	5.0
户外及运动类玩具	2.78	2.70	-3.0
毛绒玩具	1.53	1.30	-15.0
车辆类玩具	1.96	1.80	-8.0
其他	2.60	2.50	-4.0
传统玩具合计	22.12	21.29	-3.8
电子游戏合计	9.91	10.50	6.0

资料来源：NPD Group Press Release, February 2006.

相对于传统玩具，低龄儿童越来越偏爱电子游戏，因此 2005 年电子游戏的销售业绩仍然好于传统玩具。同时，电子游戏也被越来越多的成年人所接受，这也促进了电子游戏市场的发展。2004 年电子游戏玩家的平均年龄为 29 岁。[一]电子游戏的销售额预期将继续超过传统玩具市场。

经过 20 世纪 90 年代的强劲增长期后，2005 年，研究员和业内专家预计，传统玩具和游戏市场在未来 3～5 年的增长为 0 到 2%，这种态势的出现部分是基于对行业中将出现价格竞争的最糟糕状况以及持续的兼并将提高行业竞争活力的预期。此外，有利的人口趋势预计将有助于该行业的发展。按年龄分组的人口增长情况见表 C9-2。

表 C9-2　预计人口增长　（100 万）

年龄分组	2005 年	2010 年预计	总增长率（%）	隐含复合增长率（%）
5 岁及以下	20 311	21 426	5.5	1.1
6～8 岁	11 782	12 228	3.8	0.7
9～12 岁	15 744	15 986	1.5	0.3

资料来源：NPD Group, October 2006.

根据 NPD 集团的研究数据，2005 年大型卖场和折扣店渠道商继续从其他玩具零售商手中抢夺市场份额，其销售额在整个玩具销售总额中的占比达到 54%，而玩具专卖店占比仅为 20%（其中玩具反斗城占据了绝大部分）。很显然，大型卖场和折扣店渠道商（特别是沃尔玛连锁超市和塔吉特百货）正在蚕食专业玩具零售商的市场份额（见表 C9-3）。[二]玩具反斗城是业内最大的专业玩具零售商，尽管它也在一个艰难的运营环境中苦苦挣扎，但相对于其他同行来说，已经算是能够同大型卖场和折扣店渠道商进行竞争的实力公司了。例如，另外两家领先的专业玩具零售商，KB 玩具以及 FAO 施瓦茨玩具公司都已于 2004 年提出了破产保护申请。同时，在线玩具销售也持续增长，2005 年销售额超过了 13 亿美元，相对于上一年度增长了 2.6%，在整年的销售总额中占比大约为 6%。[三]

[一] Citigroup Equity Research, "Toy Industry Outlook," September 22, 2004.
[二] JP Morgan Equity Research, "Toy Retailing: The Shakeout Goes On," May 5, 2003.
[三] NPD Group Press Release, February 13, 2006.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 C9-3 美国玩具零售业市场份额 （%）

	2003 年	2005 年
大型卖场和折扣店	48.6	54.0
专业玩具零售商	25.1	20.0

资料来源：NPD Group Press Release, February 2006, and Doug Desjardins, "Toy Market Still Full of Surprises," *DSN RetailingToday*, September 6, 2004.

玩具零售业竞争非常激烈。竞争者包括折扣店和大型卖场、电子产品零售商、国家和地区性连锁店以及本地零售商。各方之间的竞争主要是基于价格、店面位置、广告和促销、产品选择、质量以及服务等方面。为了保持和得到更多的市场份额，企业在资金来源、商品采购成本、营业成本等方面的优势所带来的收益通常最终会传递到顾客手中。在节假日采购季，折扣店和大型卖场开始越来越多地采用激进的定价政策并扩大玩具销售区域以提升其他部门的销售情况（例如，玩具亏本出售以招揽顾客）。

一家公司能否在玩具零售行业取得成功，取决于其识别、发起和定义产品发展潮流的能力，以及能否及时地对变幻莫测的消费者需求进行预见、评估并作出反应。如果某个零售商对产品市场作出了错误估计，那么它的有些产品可能出现大量库存，与此同时也将失去在其他产品上的销售机会。玩具和其他一些产品的销售取决于消费者的随意性支出，因此受到整体经济环境、消费者信心以及其他宏观经济因素的影响。消费者支出的缩减将对玩具行业的销售造成负面影响，导致过量库存，进而需要通过打折的方式对旧的库存商品进行清理。

电子产品零售商通过利用“年龄压缩”的手段使其变成了玩具零售商越来越为重要的竞争对手。低龄儿童抛弃传统玩具而追求更复杂产品的趋势不断加剧，这些产品包括手机、DVD 播放机、CD 播放器、MP3 以及其他电子产品。年龄压缩模式会降低消费者对于传统玩具的消费需求或者至少会增强电子产品在 5～12 岁这一年龄段儿童中的竞争力。

《DSN 今日零售业》（*DSN Retailing Today*）的一篇文章[㊀]研究了 2003～2004 年玩具行业的竞争环境：

玩具零售商们无法承受 2003 年节假日购物季噩梦的重演，当时经济发展缓慢，同时沃尔玛和塔吉特之间展开了价格战。玩具反斗城出具的报告显示其第四季度的相同店面销售额下降了 5%，KB 玩具的报告显示其 2003 年的全年销售额下降了 19%。

这场噩梦之后，玩具反斗城关闭了旗下的小鬼反斗城玩具连锁店以及儿童玩具品牌益美智两个分部。KB 玩具则申请了破产保护并关闭了将近 500 家店面。FAO 施瓦茨玩具公司的境况最为糟糕，它处理掉了 89 家 Zany Brainy 连锁店店面并出售了在纽约和拉斯维加斯的旗舰店。

玩具行业研究员克里斯·伯恩并不认为玩具专卖店的境况在即将到来的 2004 年节假日购物季会有所好转。“玩具零售业的商业模式确实正在发生变化。我们可能将目睹玩具专卖店的终结。”伯恩说道。

他认为专卖店不仅仅受到了大型卖场的重创，其他如视频游戏以及可动人偶玩具连锁店也在从玩具专卖店的手中蚕食市场份额。“我们现在看到了越来越多的分类专卖店，”伯恩说，“像百思买以及游戏驿站这样的地方已经成为很棒的购买玩具的场所。”

㊀ Doug Desjardins, "Toy Market Still Full of Surprises," *DSN Retailing Today*, September 6, 2004.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

欧洲玩具零售行业

2005 年，欧洲市场的传统玩具销售额（不包括电子游戏）由 129 亿英镑增长到了 133 亿英镑，增长了 3%。[⊖]该市场在过去的几年中表现比较平稳，而且在大部分欧洲国家，对于婴儿和学龄前儿童玩具、积木组合玩具以及可动人偶玩具的需求出现了增长。[⊜]分析人员及业内专家预计欧洲市场的传统玩具销售额将超越美国市场。如果将电子游戏包含在内，销售额的增长率预期在 3% ~6%。欧洲各个国家传统玩具销售的市场份额情况见表 C9-4。

表 C9-4　欧洲各国传统玩具销售的市场份额　(%)

国家	2004 年	2005 年
英国	22.8	24.0
法国	19.6	19.6
德国	18.1	17.0
意大利	8.0	7.9
西班牙	6.3	6.5
波兰	2.0	2.0
匈牙利	0.6	0.6
捷克共和国	0.5	0.5
其他国家	22.1	21.9
总计	100.0	100.0

资料来源：Toy Industries of Europe, Facts & Figures, July 2006.

尽管欧洲市场的行业驱动因素以及需求趋势与美国类似，但是竞争格局并不相同。平均而言，相对于美国市场，欧洲市场的专业玩具零售商占据了更大的市场份额。欧洲市场上各种销售渠道的市场份额情况见表 C9-5。

表 C9-5　各国的销售渠道　(%)

	法国	德国	西班牙	意大利	英国	欧洲
专业玩具零售商	44.3	40.8	46.0	34.0	26.9	36.2
大型卖场和折扣店	42.9	14.2	30.8	39.0	10.6	24.0
杂货店	3.3	5.5	5.8	13.2	27.0	13.2
百货公司	1.9	15.7	11.8	7.6	3.3	6.5
邮购	3.5	6.7	0.0		3.5	3.9
其他	4.1	17.1	5.6	6.2	28.7	16.2
总计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

资料来源：Toy Industries of Europe, Facts & Figures, July 2006.

婴儿、幼儿以及学龄前儿童市场

2005 年，美国婴儿和学龄前儿童产品的市场总额大约为 340 亿美元，主要包括以下领域：家

⊖ Toy Industries of Europe, Facts & Figures, July 2006.
⊜ Ibid.

第三篇　案例研究

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

具用品和配件（80亿美元）、服装（170亿美元）、婴儿护理用品（60亿美元）以及传统玩具（30亿美元）。㊀这一细分市场中的传统玩具领域与更大的美国传统玩具销售市场相重叠。大型卖场和折扣店零售商以及宝宝反斗城（玩具反斗城公司旗下的婴幼儿用品专卖店）很显然是该细分领域市场份额的领导者，剩余的市场份额高度多样化的分布于一些专业零售商以及百货商场和杂货店。在过去几年时间里这一市场平稳发展，分析人员以及业内专家估计它将以3%～6%的速度继续增长。增长预计将来源于可预见的婴儿人口数量的增加以及每个儿童消费支出的增加。

随着传统玩具市场竞争的加剧，这一细分市场领域对零售商的吸引力越来越大。同时由于该市场以非常年幼的儿童为目标群体，所以不会受到“年龄压缩”策略的不利影响。另外，该市场不存在类似于传统玩具市场的价格竞争情况，因为零售商能够基于产品质量以及购物体验更好地进行差异化。

玩具反斗城概况

玩具反斗城是一家经营玩具、婴儿产品以及儿童服装的全球专业零售商。截至2005年1月29日，它在全世界开办了1 499家零售商店。㊁这些商店中有898家位于美国，其中有681家玩具专卖店以及217家宝宝反斗城商店。在国外，玩具反斗城以自营、特许经营或授权经营的方式开办了601家商店（包括299家自营商店，其中有2家宝宝反斗城商店，以及302家特许经营或授权经营商店，其中有7家为宝宝反斗城商店）。自有店铺以及租赁店铺的分项数字见表C9-6。同时公司也通过自己的网站销售商品。

表C9-6　玩具反斗城物业资产汇总

	自有	占比（%）	租赁地产	占比（%）	租赁店铺	占比（%）	总量
商店							
玩具反斗城	315	46.3	155	22.8	211	31.0	681
国际①	80	26.8	23	7.7	196	65.6	299
宝宝反斗城	31	14.3	76	35.0	110	50.7	217
总计	426	35.6	254	21.2	517	43.2	1 197
分销中心							
美国	9	75.0	0	0.0	3	25.0	12
国际	5	62.5	0	0.0	3	37.5	8
总计	14	70.0	0	0.0	6	30.0	20
商店以及分销中心	440	36.2	254	20.9	523	43.0	1 217

① 国外市场上的302家特许或授权经营商店未包含在内。
资料来源：Toys “R” Us FYE 2005 10-K Filing.

该公司的零售业务开始于1948年，当时玩具反斗城的创始人查尔斯·拉扎勒斯在华盛顿开办了一家称为儿童平价商品城的婴儿家具用品店。1957年，公司更名为玩具反斗城。第一家宝宝反斗城商店于1996年开业，同时将公司业务拓展到了专业婴幼儿市场。在大部分有其零售商店

㊀ Data compiled from various packaged facts industry reports.
㊁ Toys “R” Us FYE 2005 10-K Filing. Note all financial data related to the Company is from the 2005 10-K Filing.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

的大规模市场，如美国、英国以及日本，玩具反斗城的市场份额都名列前茅。该公司的合并以及分项财务结果见表 C9-7 至表 C9-10。

表 C9-7　合并财务结果

（单位：100 万美元，除每股数据外）

	会计年度		
	2003 年 2 月 1 日	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
销售收入	11 305	11 320	11 100
增长率		0.1%	-1.9%
销售成本	(7 799)	(7 646)	(7 506)
销售毛利	3 506	3 674	3 594
增长率		4.8%	-2.2%
比率	31.0%	32.5%	32.4%
管理费用	(2 724)	(3 026)	(2 932)
增长率		11.1%	-3.1%
比率	-24.1%	-26.7%	-26.4%
息税折旧及摊销前利润	782	648	662
增长率		-17.1%	2.2%
比率	6.9%	5.7%	6.0%
折旧与摊销	(339)	(368)	(354)
重组及其他费用	0	(63)	(4)
息税前利润	443	217	304
增长率		-51.0%	40.1%
比率	3.9%	1.9%	2.7%
利息支出	(119)	(142)	(130)
利息及其他收入	9	18	19
税前利润	333	93	193
增长率		-72.1%	107.5%
比率	2.9%	0.8%	1.7%
所得税	(120)	(30)	59
净利润	213	63	252
增长率		-70.4%	300.0%
比率	1.9%	0.6%	2.3%
稀释每股收益	1.02	0.29	1.16
增长率		-71.6%	300.0%
调整后合并息税折旧及摊销前利润			
重整前息税折旧及摊销前利润（调整前）	782	648	662
加回 Toy R Us 美国市场①	0	0	118
调整后合并息税折旧及摊销前利润	782	648	780
增长率		-17.1%	20.4%
比率	6.9%	5.7%	7.0%

① 2005 年会计年度 EBITDA 通过加回 13 200 万美元存货减值损失并扣除与解决诉讼纠纷相关的 1 400 万美元收益进行了调整，即 2005 年会计年度调整 EBITDA 的净加回金额为 11 800 万美元。

资料来源：Toys "R" Us FYE 2005 10-K Filing.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 C9-8　合并资产负债表　（单位：100 万美元）

	会计年度末	
	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
资产		
货币资金	1 432	1 250
短期投资	571	953
其他应收款	146	153
库存商品	2 094	1 884
交易性金融资产	163	7
一年内到期的非流动资产	162	1
预付款项	161	159
流动资产合计	4 729	4 407
固定资产		
不动产	2 165	2 393
其他固定资产	2 274	1 946
固定资产合计	4 439	4 339
商誉	348	353
可供出售的金融资产	77	43
递延所得税资产	399	426
其他非流动资产	273	200
资产合计	10 265	9 768
负债及所有者权益（或股东权益）		
短期借款	0	0
应付账款	1 022	1 023
预提费用和其他流动负债	866	881
应交税费	319	245
一年内到期的非流动负债	657	452
流动负债合计	2 864	2 601
长期借款	2 349	1 860
递延所得税负债	538	485
应付债券	26	16
长期应付款	280	269
其他负债	225	212
Toysrus. com 少数股东权益	9	0
负债合计	6 291	5 443
股东权益		
普通股	$30	$30
资本公积	407	405
留存收益	5 308	5 560
累积其他综合损失	(64)	(7)
受限股	0	(5)
库存股，以成本计	(1 707)	(1 658)
股东权益合计	3 974	4 325
负债与股东权益合计	10 265	9 768

资料来源：Toys “R” Us FYE 2005 10-K Filing.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 C9-9　合并现金流量表　　（单位：100 万美元）

	会计年度		
	2003 年 2 月 1 日	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
经营活动产生的现金流量			
净利润	213	63	252
将净利润调整为经营活动净现金流量			
折旧与摊销	339	368	354
受限股票摊销	0	0	7
递延税款	99	27	(40)
Toysrus. com 少数股东权益	(14)	(8)	(6)
其他非现金项目	(9)	1	2
重组及其他非现金费用	0	63	4
经营性资产与债务变动			
应收账款与其他应收账款	8	62	(5)
存货	(100)	133	221
待摊费用和其他经营性资产	(118)	28	76
应付账款、预提费用及其他债务	109	11 7	(45)
应交税金	48	(53)	(74)
经营活动产生的现金流流量净额	575	801	746
投资活动产生的现金流量			
资本性支出	(395)	(262)	(269)
出售固定资产所得	0	0	216
购买 SB 玩具公司	0	0	(42)
购买短期投资及其他	0	(572)	(382)
投资活动产生的现金流量净额	(395)	(834)	(477)
筹资活动产生的现金流量			
短期借款	0	0	0
长期借款	548	792	0
长期债务偿还	(141)	(370)	(503)
库存现金的增加或减少	(60)	60	0
股票和认股协议发行收入	266	0	0
行使股票期权收入	0	0	27
筹资活动产生的现金流量净额	613	482 (476)	
汇率变动对货币资金的影响	(53)	(40)	25
货币资金			
期间的增减	740	409 (182)	
期初	283	1 023	1 432
期末	1 023	1 432	1 250

资料来源：Toys “R” Us FYE 2005 10-K Filing.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

表 C9-10　各业务单元的财务数据　　（单位：100 万美元）

	会计年度						会计年度		
	2003 年 2 月 1 日	占总额比例%	2004 年 1 月 31 日	占总额比例%	2005 年 1 月 29 日	占总额比例%	2003 年 2 月 1 日	2004 年 1 月 31 日	2005 年 1 月 29 日
各业务单元的销售收入							各业务单元增长率（%）		
玩具反斗城（美国）	6 755	59. 8	6 326	55. 9	6 104	55. 0		-6. 4	-3. 5
玩具反斗城（国际）	2 161	19. 1	2 470	21. 8	2 739	24. 7		14. 3	10. 9
宝宝反斗城	1 595	14. 1	1 738	15. 4	1 863	16. 8		9. 0	7. 2
Toysrus. com	340	3. 0	371	3. 3	366	3. 3		9. 1	-1. 3
小鬼反斗城	454	4. 0	415	3. 7	28	0. 3		-8. 6	-93. 3
销售额合计	11 305	100. 0	11 320	100. 0	11 100	100. 0		0. 1	-1. 9
各业务单元的经营利润							各业务单元利润率（%）		
玩具反斗城（美国）	256	49. 4	70	20. 4	4	0. 9	3. 8	1. 1	0. 1
玩具反斗城（国际）	158	30. 5	166	48. 4	220	51. 9	7. 3	6. 7	8. 0
宝宝反斗城	169	32. 6	192	56. 0	224	52. 8	10. 6	11. 0	12. 0
Toyrus. com	(37)	-7. 1	(18)	-5. 2	1	0. 2	-10. 9	-4. 9	0. 3
小鬼反斗城[1]	(28)	-5. 4	(67)	-19. 5	(25)	-5. 9	-6. 2	-16. 1	-89. 3
经营利润合计	518	100. 0	343	100. 0	424	100. 0	4. 6	3. 0	3. 8
公司成本[2]	(75)		(63)		(116)				
重组费用	0		(63)		(4)				
报告期经营利润	443		217		304		3. 9	1. 9	2. 7
各业务单元调整后 EBITDA							各业务单元利润率（%）		
玩具反斗城（美国）[3]	447	55. 1	264	39. 3	322	37. 4	6. 6	4. 2	5. 3
玩具反斗城（国际）	210	25. 9	227	33. 8	295	34. 3	9. 7	9. 2	10. 8
宝宝反斗城	197	24. 3	223	33. 2	262	30. 5	12. 4	12. 8	14. 1
Toyrus. com	(33)	-4. 1	(16)	-2. 4	1	0. 1	-9. 7	-4. 3	0. 3
小鬼反斗城[1]	(10)	-1. 2	(27)	-4. 0	(20)	-2. 3	-2. 2	-6. 5	-71. 4
调整后业务单元 EBITDA 合计	811	100. 0	671	100. 0	860	100. 0	7. 2	5. 9	7. 7
公司成本[2]	(75)		(63)		(116)				
加回：其他折旧与摊销	46		40		36				
合并调整后业务单元 EBITDA 总计	782		648		780		6. 9	5. 7	7. 0

① 包含 2003 年因所有店铺关闭而导致的 4 900 万美元减值和 2 400 万美元加速折旧。

② 包含 Toy Box 公司的费用和经营结果，以及玩具反斗城日本公司的净权益收入。因我们的战略观点和《萨班斯－奥克斯利法案》第 404 节的规定，增长了 2 900 万美元。另外，我们增加了因 2004 年公司总部经营调整而产生的 800 万美元和因弹性报酬支出而增加的 1 900 万美元。

③ 2005 财年的 EBITDA 根据加回 13 200 万美元存货减值和减去诉讼和解 11 800 万美元的 1 400 万美元调整得出。

资料来源：Toys “R” Us FYE 2005 10-K Filing.

该公司的全球玩具业务具有很强的季节性，净销售额和利润在第四季度最高，因为这一时间段中包含了非常重要的 11 月以及 12 月的节假日销售。公司全球玩具业务销售收入、营业利润和现金流的 40% 以上都来自于第四季度。到 2005 年 1 月 29 日会计年度结束时的季度财务数据见表 C9-11。

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

表 C9-11 季度财务数据 （100 万美元）

	季度末								FYE
	2004 年 5 月 1 日	占比（%）	2004 年 7 月 31 日	占比（%）	2004 年 10 月 30 日	占比（%）	2005 年 1 月 29 日	占比（%）	2005 年 1 月 29 日
销售收入	$2 058	18.5	$2 022	18.2	$2 214	19.9	$4 806	43.3	$11 100
销售成本	（1 330）	17.7	（1 441）	19.2	（1 475）	19.7	（3 260）	43.4	（7 506）
销售毛利	$728	20.3	$581	16.2	$739	20.6	$1 546	43.0	$3 594
管理费用	（643）	21.9	（661）	22.5	（682）	23.3	（946）	32.3	（2 932）
折旧与摊销	（86）	24.3	（86）	24.3	（88）	24.9	（94）	26.6	（354）
重组费用/收益	（14）	NM	（31）	NM	26	NM	15	NM	（4）
营业利润	（$15）	-4.9	（$197）	-64.8	（$5）	-1.6	$521	171.4	$304
报告期内 EBITDA（包含一次性项目）	$85	12.8	（$80）	-12.1	$57	8.6	$600	90.6	$662

注：EBITDA 被定义为营业利润加回折旧与摊销以及重组费用（包含一次性项目）之后所得到的金额。

资料来源：Toys "R" Us FYE 2005 10-K Filing.

玩具反斗城（美国）

该公司出售玩偶、毛绒玩具、游戏、脚踏车、体育用品、录影带、DVD 光盘、电子视频游戏、婴儿用小游泳池、书籍、教育以及益智类产品，服装，婴幼儿家具以及电子产品，同时还提供为儿童设计的教育性娱乐性电脑软件。公司旗下的玩具店每年提供大约 8 000～10 000 种不同的商品，是其他出售玩具的折扣店或专卖店所提供种类的 2 倍还多。公司力求在几个关键领域实现同竞争对手的差异化，这些领域包括产品选择、产品展示、服务、店内客户体验以及营销。随着来自折扣零售店以及其他专业零售商竞争的加剧，这种差异化变得越来越重要。

玩具反斗城（国际）

玩具反斗城（国际）以自营、特许经营以及授权经营的方式在美国以外的 30 个国家开设了玩具专卖店。这些商店通常遵照美国的玩具反斗城商店所使用的典型设计。正如上文中所提到的，截至 2005 年 1 月 29 日，公司以自营的方式在国外开设了 299 商店，其中 2 家为宝宝反斗城商店，同时以特许或授权经营的方式在国外开设了 302 家商店，其中有 7 家为宝宝反斗城。玩具反斗城（国际）在 2004 年度新开了 33 家店铺，包括 26 家特许或授权经营商店，同时关闭了 10 家店铺，其中有 5 家为特许或授权经营商店。玩具反斗城（国际）拟在 2005 年增加 41 个新的玩具专卖店，包括 31 家特许或授权商店。2005 年 1 月 29 日，该公司的 1 家特许经营商——玩具反斗城日本股份有限公司，经营了 153 家店铺，这些店铺包含在 302 家特许或授权经营的国外店铺当中。玩具反斗城拥有该公司普通股所有权份额的 48%。

宝宝反斗城

1996 年玩具反斗城开办了第 1 家宝宝反斗城婴儿用品商店。1997 年公司收购了婴儿超级市场有限公司为宝宝反斗城带来了 76 个新增店面。同时这一品牌的持续扩张推动宝宝反斗城成为

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

了专业婴幼儿用品市场上的领军者。宝宝反斗城通过出售幼儿家具诸如围栏婴儿床，婴儿橱柜，以及床上用品将目标定位于产前以及婴儿市场。此外，公司还提供婴儿用品诸如四面围栏的游戏小床、防护座椅、(小孩吃饭时用的）高脚椅、宝宝推车、汽车安全座椅、婴幼儿毛绒玩具以及护理设备等。截至2005年1月29日，宝宝反斗城经营着217家婴幼儿用品专卖店，都位于美国。基于市场进入决策时所参考的人口数据，公司在2004年新开设了19家宝宝反斗城商店。作为长期发展计划的一部分，公司准备在2005年继续扩展宝宝反斗城的店铺规模。

玩具反斗城网上商城：Toysrus. com 公司

Toysrus. com 公司通过互联网在旗下的 www. toysrus. com，www. babiesrus. com，www. imaginarium. com，www. sportsrus. com，以及 www. personalizedbyrus. com 五个网站上将商品销售给顾客。玩具反斗城于1998年创建了自己的电子商务网站。为了提升客户服务水平以及订单执行水平，公司同亚马逊订立了战略联盟，并在2000年联名创办了一家在线玩具商店。

玩具反斗城的困境

2003年到2004年间，公司的业绩和发展前景都受到了玩具零售业发展的不利影响。资金来源更加广泛、运营成本更低的折扣店和大型卖场挤占了玩具零售行业中其他参与者的定价和盈利空间。同时，客户消费习惯的改变，包括年龄压缩政策，也使得公司玩具销售额出现下滑。2003年11月17日，公司宣布关闭全部146家小鬼反斗城专卖店的计划，至2005年1月29日该关闭计划最终完成。

公司的合并销售收入下降了1.9%，由2003年2月1日会计年度末的113亿美元以及2004年1月31日会计年度末的113亿美元下降至2005年1月29日会计年度末的111亿美元。销售收入的下降主要是由玩具反斗城（美国）商店的可比店面销售额下降引起的，报告显示在2003年、2004年的会计年度末可比店面销售额分别下降1.3%、3.6%之后，2005年会计年度末可比店面销售额又下滑了3.7%（见表C9-12）。

表 C9-12　可比店面销售业绩　(%)

	会计年度末		
	2003年2月1日	2004年1月31日	2005年1月29日
玩具反斗城（美国）	-1.3	-3.6	-3.7
玩具反斗城（国际）	5.9	2.1	0.6
宝宝反斗城	2.7	2.8	2.2

注：该表未反映新开张店面或关闭店面的销售情况，即可比店面同比于前一年的销售情况。
资料来源：Toys“R”Us FYE 2005 10-K Filing.

宝宝反斗城以及玩具反斗城（国际）销售收入的增长部分弥补了玩具反斗城销售收入的下跌。宝宝反斗城2005年会计年度末销售收入达到了19亿美元，增长率为7.2%。同时玩具反斗城（国际）2005年会计年度末的销售收入达到了27亿美元，增长率为10.9%（这些数据包含了货币换算的影响）。这些增长主要源自2004年美国地区新增的19家宝宝反斗城商店以及在国外

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

新增的7家自营专卖店。此外，宝宝反斗城以及玩具反斗城（国际）的可比店面销售额也表现出了良好的增长势头。

玩具反斗城战略评估以及拍卖

面对艰难的行业环境以及2003年假期购物季期间美国玩具商店的疲软表现，玩具反斗城决定对自己在全球范围内的资产以及运营情况进行战略评估。公司聘请瑞信第一波士顿作为自己的财务顾问。公司以及瑞信第一波士顿考虑了几种备选方案，包括：

- ▲ 维持现状并将管理的重点重新放到振兴玩具反斗城的国内业绩上来。
- ▲ 通过出售玩具反斗城全球业务或者分拆宝宝反斗城来释放更高增速资产的价值。
- ▲ 玩具反斗城整体出售。

公司以及瑞信第一波士顿最初决定通过玩具零售业务整体出售来实现美国地区玩具零售业务和宝宝反斗城业务的分拆。然而拍卖竞价方认为业务分拆难以实现。“这就好像是把你的厨房出售给一个买家，同时把你的餐厅出售给另外一个买家一样。”一个竞买者评论道。[㊀]由于在很长一段时间内对于任何一项单独的业务都没有出现有吸引力的竞价，玩具反斗城将所有业务打包出售的压力与日俱增。

最终，由博龙、高盛和金科房地产公司组成的财团提交了对整体业务的竞价。随后KKR伙同贝恩资本以及沃那多房产信托（贝恩和沃那多最初对玩具零售业务进行了联合投标）进行了竞争性投标。2005年3月17日，玩具反斗城宣布已经达成了最终协议，同意以67亿美元的总价将整个全球业务出售给由KKR、贝恩资本和沃那多组成的投资联盟，每股价格为26.75美元。[㊁]这一收购价格较2004年1月7日（即战略评估宣布前1天）的股价溢价122.5%，较2004年8月10日（即公司宣布计划剥离玩具零售业务前1天）的股价溢价62.9%。

收购玩具反斗城的获胜竞价为每股26.75美元，包括所有的交易费用在内，收购总价高达67亿美元。有一点需要特别注意，即作为交易的一部分，收购财团承担了公司交易中未使用的债务和现金。表C9-13总结了交易过程中资金的来源和使用情况。基于2005年1月29日会计年度末的7.8亿美元调整后EBITDA，表C9-14显示了玩具反斗城交易的潜在交易价格以及杠杆倍数（包括所有承担的债务和现金）。

表C9-13 资金来源及用途 （单位：100万美元）

来源		用途	
资产负债表上现金	956	购买普通股	5 900
优先级担保贷款	700	购买股票期权和限制股	227
无担保过桥贷款	1 900	权益证券股息支付	114
担保欧洲过桥债券	1 000	购买股票权证	17
住房抵押贷款协议	800	交易费用	362

㊀ “Toys ‘R’ Us Narrows Suitors to Four,” *Wall Street Journal*, March 1, 2005.

㊁ Toys “R” Us Company Press Release, March 17, 2005.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

来源		用途	
发起人权益	1 300	支付股息	36
合计	6 656	合计	6 656

各项费用汇总	
顾问费用和成本	78
融资费用	135
发起人费用	81
其他费用	68
合计	362

表 C9-14　企业价值和杠杆概述　（单位：100 万美元）

	金额	2005 年调整后 EBIDA 倍数
交易支付（不含费用）	6 294	
收购财团承担的已有债务	2 312	
资产负债表上留存的现金和短期投资	（1 247）	
企业价值	7 359	9.4x
交易费用	362	
总交易价值	7 721	9.9x
2005 年调整后 EBITDA	780	
杠杆分析		累计倍数
已有债务	2 312	3.0x
20 亿优先级担保贷款	700	3.9x
无担保过桥贷款	1 900	6.3x
担保欧洲过桥贷款	1 000	7.6x
住房抵押贷款协议	800	8.6x
合计	6 712	8.6x
资产负债表上留存的现金和短期投资	（1 247）	
净杠杆	5 465	7.0x

作为交易的一部分，小约翰 H. 艾勒（玩具反斗城的董事长、首席执行官兼总裁）和克里斯多夫 K. 凯（执行副总裁兼首席运营官）将会离职。收购财团任命理查德 L. 马基（公司的一位资深管理者）为临时首席执行官，并预期通过一段时间逐步对管理团队进行扩充。这一做法有些非同一般，因为收购方一般倾向于保留现有的管理团队以领导整个公司度过杠杆收购后的初始阶段。面对着在一个艰难的行业中用大量新杠杆开展业务的压力，这种行为显得尤为瞩目。

马基从 2004 年 8 月开始担任宝宝反斗城公司的总裁。在这之前，他还曾经担任过玩具反斗城副董事长，玩具反斗城国内分部总裁，特殊业务以及国际运营部总裁，宝宝反斗城总裁以及小鬼反斗城董事长。

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

玩具反斗城收购俱乐部

玩具反斗城收购俱乐部以两家世界一流的私募股权投资机构以及一家行业领先的房地产投资信托为主。这两家私募股权投资机构（KKR 和贝恩资本）之前已合作参与一些交易，其中包括 2005 年 8 月完成对胜科国际系统公司 114 亿美元的收购。将玩具反斗城收购案包含在内，KKR 已经成为俱乐部交易中最活跃的参与者，在过去 2 年间，该机构已经参与了 10 宗已公告的俱乐部交易，总价值达 953 亿美元。[㊀]

由于俱乐部中的每个成员拥有不同的核心能力，玩具反斗城收购俱乐部特别引人注目。KKR 以熟练运用金融工程技术来组织高度复杂的交易而著称，考虑到玩具反斗城目前的绩效问题，这一技术尤为重要。贝恩资本也同样精通金融工程技术，同时在深度行业研究方面的能力也声誉卓著，特别是在零售行业领域。收购财团利用贝恩资本的资源对行业不景气的实质进行了理解和分析，并对该公司以及该行业未来的发展能力进行了预测。沃那多的加入使俱乐部更加重视对于玩具反斗城公司房地产资产组合价值的认识。尽管过去房地产投资信托很少参与到典型的私募股权投资交易中来，但是随着私募股权投资机构开始把目标对准一些拥有大量房地产资产组合的公司，对于房地产估值的专业需求也与日俱增。

KKR

该机构成立于 1976 年，由两个联合创始人亨利·克拉维斯和乔治·罗伯茨共同领导。KKR 已经完成了 140 多宗交易，总值高达约 2 150 亿美元[㊁]，并利用 260 亿美元的投入资本创造了 680 亿美元的价值，达到了投入资本的 2.5 倍。[㊂]KKR 过去也曾参与过一些私募股权投资行业最引人注目、最大规模的交易，包括雷诺兹 – 纳贝斯克收购案，胜科国际系统公司收购案以及美国医院公司收购案。

贝恩资本

贝恩资本成立于 1984 年，是世界一流的私募股权投资机构之一，管理资产额约为 400 亿美元。自创立初期开始，贝恩资本已经完成了 200 多宗股权投资交易，累计总交易价值超过了 170 亿美元。[㊃]贝恩资本由三位前贝恩管理咨询公司合伙人米特·罗尼姆，T. 科尔曼·安德鲁斯以及艾里克·克里斯创立。在收购玩具反斗城之前不到 1 年，它已经完成了对另一个专业零售商——加拿大 1 元连锁店多乐玛（Dollarama）的收购。

沃那多房地产信托

沃那多房地产信托是一个全方位集成的房地产投资信托基金。该机构是美国最大的房地产所

㊀ "KKR Tops 'Club' Buyout Deals," *CNN Money. com*, October 17, 2006.
㊁ KKR, http://www. kkr. com.
㊂ Ibid.
㊃ Bain Capital, http://www. baincapital. com.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

有者兼管理者之一，在它的主要经营领域拥有约 6 000 万平方英尺的房地产资产组合，主要位于纽约以及华盛顿城区。[⊖]

任务

KKR、贝恩资本以及沃纳多方面已经就你公司加入收购财团的问题同你所在的私募股权投资机构进行了接触。机构的一位高级成员要求你准备一个报告对玩具反斗城的投资机会进行概括总结。你应该：

- ▲ 使用所提供的运营模型模板来提出驱动基础案例运营模型的假设，并对收购财团的投资收益进行分析
  - ○ 使用运营模型来为杠杆收购模型生成输入变量，模型将计算相关收益、财务数据以及信贷统计数据。
  - ○ 重点在于提出一系列合理预测，基于这些预测提出你的投资建议。

报告应该包含以下内容（提供了一份模板作为完成报告的指南）：

- ▲ 交易的风险和收益
- ▲ 对于行业动态的概述，包括存在的主要问题以及能够促进改善的潜在因素
- ▲ 你想要向公司询问的一系列尽职调查的关键问题和要求
- ▲ 交易中的债务情况总结：指出你认为收购财团所建议的资本结构是否合适
- ▲ 列举不利情况，即在各种困难的运营情境下对该项投资进行压力测试：对交易的风险收益情况进行量化及评估
- ▲ 此项投资的潜在退出备选方案
- ▲ 对于是否应该加入收购财团提出建议

为了方便评估，假设你无法改变收购财团所建议的资本结构。

⊖ Bain Capital, http://www.baincapital.com.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

博龙和美国汽车工业

前言

2005 年 8 月，通用汽车金融服务公司（GMAC）宣布向以私募股权投资巨头 KKR 为首的财团出售其所拥有的信贷子公司 GMAC 商业地产控股公司（GMACCH）60% 的股权。KKR 领导的财团在第二年 3 月加大了其在 GMACCH 上的投资，共投资 90 亿美元购买其住房抵押贷款业务 78% 的股权。但不到 2 周后，博龙资本——由斯蒂芬·范博格领导的 1 家规模约 220 亿美元的纽约对冲基金，发布公告并迅速取代 KKR 财团登上各大报刊的头条。博龙联合花旗集团私募股权投资部门和 1 家日本大型银行同意购买 GMAC 51% 的控股权，使面临现金危机的通用汽车在未来 3 年内可获得 140 亿美元的资金。

2007 年 5 月，博龙以 78 亿美元的价格从戴姆勒 - 奔驰公司购得克莱斯勒 80.1% 的股份。此时，博龙被称为拯救美国汽车业的私募英雄。但是 2 年后，博龙的美梦变成了梦魇，通用汽车和克莱斯勒双双宣布破产，这给博龙及其联合投资人（包括主权财富基金阿布扎比投资局、对冲基金 York 资本及 Eaton Park 等）带来了巨大损失。

“什么是对通用有利的?”

通用的实力

1953 年，当查尔斯·威尔逊获悉自己成为新任国防部长时，这位通用汽车的前任 CEO 兼董事长说了一段日后经常被错误引用的大胆而狂妄的声明：“只要对通用汽车有利的便是对国家有利的。”（在被问及如何处理美国与通用汽车之间的潜在利益冲突时，威尔逊回答：“凡是对美国有利就是对通用汽车有利的，反之亦然。”）当然这只是一个文字游戏。在 20 世纪中期，通用汽车在美国经济中起主导地位。半个世纪以前，“唯一可以阻碍通用汽车盈利的只有劳动力市场的动荡，”历史学家戴维·哈伯斯塔姆如是说[⊖]。通用汽车是第一家宣布盈利超过 10 亿美元的美国公司（1955 年），在 20 世纪的大部分时间里，通用汽车都是世界上最大的雇主之一。1978 年，

⊖ David Halberstam, “The Fifties” (New York: History Channel: A&E Home Video, 1994).

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

通用汽车在美国汽车市场的占有率达到了 47.7%。

通用的艰难时期

时过境迁。2006 年，通用汽车财报显示其销售额为 2 073 亿美元，较上一年上涨 6.5%。虽然通用汽车的运营损失较 2005 年减少了 100 多亿美元，但其运营仍维持在警戒线以下，2006 年运营损失约为 20 亿美元。1995 年，通用汽车的营业毛利率为 5.2%，而到了 2004 年其营业毛利润率已经跌到 1.7%（见表 C10-1 和表 C10-2）。在庞大的雇员负担、市场份额急剧下降及宏观经济环境恶化等因素的影响下，通用汽车的业绩在过去 10 年逐步下滑。2006 年的前 5 个月，通用汽车在美国本土市场的市场份额已经降至 23.8%。2006 年 2 月是其历史上的低谷，通用汽车，美国曾引以为傲的经济巨人，大幅削减了其年度股息，从 20 美元减少为 10 美元。通用汽车在过去几年内因相关的结构调整而关闭制造厂、裁员和剥离相关资产的头条新闻一直络绎不绝。雇员的老龄化带来的巨额养老金、医疗保险费用及其他员工福利严重影响了公司的净利润。此外，与国外汽车制造商日益激烈的竞争以及与本国交易伙伴劳务合同及养老金义务谈判的破裂，严重削弱了通用汽车在美国市场的强势地位（见图 C10-1，通用汽车 2 年间的股票走势图）。

表 C10-1 通用汽车资产负债表，2004～2006 年 （单位：100 万美元）

	2004	2005	2006
资产			
货币资金	13 148	15 187	23 774
短期投资	6 655	1 416	138
应收账款	6 713	7 758	8 216
存货	11 717	13 851	13 921
贷款和租赁的短期孳息	220 712	203 821	0
其他流动资产的孳息	26 390	19 436	349
递延税款借项	8 883	7 073	10 293
其他流动资产	8 399	8 797	7 789
流动资产合计	302 617	277 339	64 480
固定资产	76 575	80 020	85 374
累积折旧	(39 405)	(41 554)	(43 440)
固定资产净值	37 170	38 466	41 934
长期投资	7 126	3 726	1 969
商誉	600	757	799
其他无形资产	234	362	319
贷款和租赁的长期孳息	1 763	1 873	—
其他长期资产的孳息	73 939	93 747	21 774
长期递延税款借项	17 639	22 849	32 967
其他长期资产	41 259	41 411	21 950
资产合计	482 347	480 530	186 192
负债			
应付账款	24 257	26 182	26 931
应计费用	46 202	42 665	35 225

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

（续）

	2004	2005	2006
短期借款	1 478	955	3 325
长期负债的流动组合	584	564	2 341
流动负债利息	91 043	82 054	4 423
其他流动负债利息	4 573	3 731	1 214
其他流动负债	2 426	4 452	—
流动负债合计	170 563	160 603	73 459
长期负债	30 460	31 014	33 067
少数股东权益	397	1 039	1 190
非流动负债利息	176 714	171 163	5 015
其他非流动负债利息	27 799	39 887	925
养老金及其他退休后福利	32 848	40 204	62 020
其他非流动负债	16 206	22 023	15 957
负债合计	454 987	465 933	191 633
普通股	942	943	943
资本公积	15 241	15 285	15 336
未分配利润	14 062	2 361	406
库存股	—	—	—
综合收益	（2 885）	（3 992）	（22 126）
普通权益合计	27 360	14 597	（5 441）
负债和权益合计	482 347	480 530	186 192

资料来源：Capital IQ.

表 C10-2　通用汽车利润表，2004～2006 年　（单位：100 万美元）

	2004	2005	2006
收入	161 545	158 221	172 927
股息收入	31 972	34 383	34 422
投资利得（损失）	—	—	—
收入合计	193 517	192 604	207 349
销售成本	150 224	162 173	157 782
股息营业费用	17 991	17 875	1 350
利息费用——股息	9 500	12 895	14 301
毛利	15 802	（339）	33 916
管理费用	11 863	13 222	25 081
其他营业费用	273	497	500
营业利润	3 666	（14 058）	8 335
利息费用	（2 480）	（2 873）	（2 644）
附属企业利润（损失）	702	595	184
其他非营业利润	—	—	—
排除非经常项目的税前利润	1 888	（16 336）	5 875
包括非经常项目的税前利润	1 888	（16 336）	（15 461）
所得税	（916）	（5 878）	（5 882）
			（6 200）

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

（续）

	2004	2005	2006
重组费用			(828)
商誉减值			(2 910)
资产减值			(700)
持续营业利润	2 804	(10 458)	(1 978)
非经常损益以及会计费用	—	(109)	—
净利润	2 804	(10 567)	(1 978)
基本每股收益	4.96	(18.70)	(3.50)

资料来源：Capital IQ.

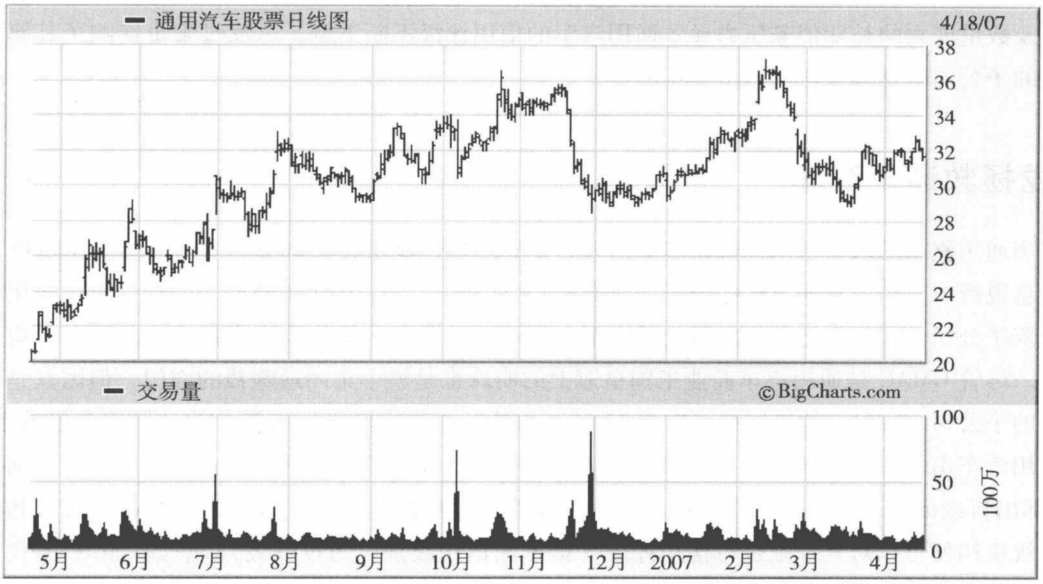


图 C10-1　通用汽车股票走势，2006 年 5 月～2007 年 4 月 18 日

资料来源：BigCharts. com.

对供应商的影响

劳动成本、医疗保险费用、不断上涨的原材料和运输费用使通用汽车的许多主要供应商面临财务困境。与此同时，通用汽车和其他美国主要汽车公司因业务重组而减少产量不断膨胀的成本结构使美国一些大型汽车供应商申请破产保护，包括著名汽车零配件供应商德尔福汽车公司（它曾是通用汽车的子公司，是美国最大的汽车零配件供应商）和德纳汽车公司。供应商状况的不景气对通用汽车影响巨大。因零配件供应商自身现金拮据而且大都处于重组过程中，所以经常采取与员工谈判降薪的方式来缓解企业困境，其中最典型的是德尔福汽车公司。供应商员工罢工或停产都会对通用汽车公司带来严重的影响。为了保证自身生产线的运转，通用汽车不得不向其主要零配件供应商额外提供数几十亿美元的援助以保证它们的正常生产。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

CEO 瓦格纳艰苦的改造任务

理查德·瓦格纳 1977 年加入通用汽车，其最初的岗位是会计部的研究员，随后一路升迁，直至 2003 年 5 月成为通用汽车的 CEO。瓦格纳以面对困境时果敢决断而著称，传奇般的职业生涯让他肩负起扭转这个昔日汽车业巨头困境的任务。"对于我的工作，我感受到了一种强大的责任感和使命感，"[㊀]瓦格纳在 2006 年 9 月接受《底特律自由新闻报》采访时告诉记者。根据他以往的工作表现，我们相信他可以带领通用汽车走出困境。然而在上任后不久，瓦格纳就必须面对通用汽车历史上最艰难的挑战。

国际原油价格的不断上涨、汽车销售刺激计划实施效果不佳、德尔福等主要零配件供应商破产以及数量庞大的长期债务压力导致通用汽车的信用评级不断下调。这反过来也影响了其旗下最成功的子公司也是其金融部门的 GMAC。

博龙拯救通用汽车……也许

当通用汽车的汽车部门面临困境的时候，GMAC 报告显示其在 2005 年的营业额达到 340 亿美元，息税折旧摊销前利润 200 亿美元，净利润 24 亿美元。从 1919 年开始，GMAC 便是通用汽车的全资子公司，GMAC 的经营范围包括汽车和商业金融服务、保险及住房抵押贷款服务、房地产服务。尽管 GMAC 是通用汽车商业王国皇冠上的明珠也是整个集团最赚钱的部门，但因其是通用汽车的子公司，GMAC 的信用评级在 2005 年春季被下调至垃圾级。随着 GMAC 信用评级的下调，对通用汽车出售 GMAC 的广泛猜测成为了新闻舆论及华尔街广泛关注的焦点，通用汽车如何处置（全部出售或部分出售）其金融部门是通用汽车重组过程最重要的环节。如果 GMAC 被出售，信用评级机构便可以对其单独进行信用评级（据推测信用级别应为投资级）。毕竟 GMAC 不仅仅只是 1 家汽车金融服务公司，其超过 50% 的业务为非汽车类业务。公司发言人西蒙纳提对外界的猜测回应道："我们正在努力探索如何对 GMAC 单独进行信用评级，我们将关注并评估任何可行的方案"。[㊁]GMAC 将其房地产服务公司 GMACCH 公司 78% 的股权卖给 KKR 为首的财团验证了研究员们的猜测。此次出售的房地产业务的利润占 GMAC 2005 年全部净利润的 11%，此交易为出售 GMAC 拉开了序幕。在交易完成后的新闻发布会上，通用汽车宣称："结合股权出售，GMACCH 寻求获得单独的信用评级以增强其在新的平台上的融资能力。"[㊂]不久之后，通用汽车宣布向博龙为首的财团出售 GMAC 余下资产 51% 的股权，该财团包括博龙、花旗集团及日本青空银行（博龙持有其 61% 的股权）。

博龙：新的资本大鳄

博龙是 1 家来自纽约的非常低调的私募股权投资机构，据称其管理资产额已超过 220 亿美

㊀ "Interview with Rick Wagoner," *Detroit Free Press*, September 10, 2006.

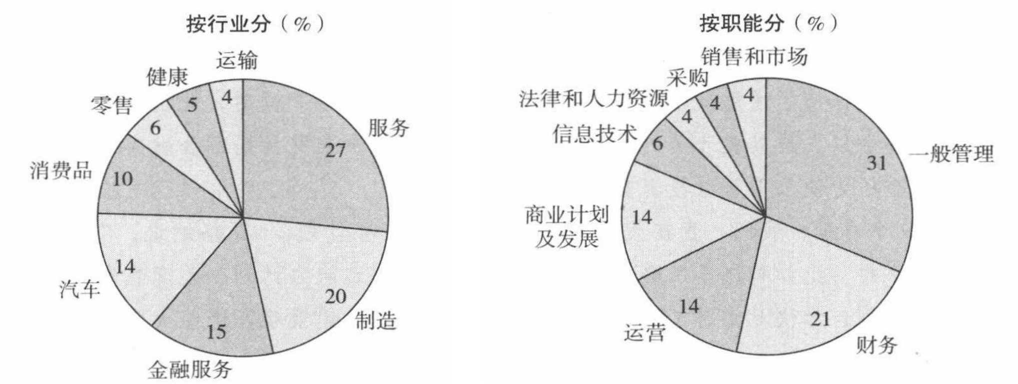
㊁ "Will GM Part with GMAC?" CNNMoney. com, May 25, 2006, http://money. cnn. com/2005/05/25/news/fortune500/gm_gmac/index. htm.

㊂ KKR press release, August 3, 2005.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

元。在创始人兼管理人斯蒂芬·范博格的领导下，博龙从20世纪90年代的一家边缘的兀鹫基金成长为多策略的投资巨头，业务范围涉及私募股权投资、风险投资及对冲基金投资。在管理资产额达到100亿美元时，博龙的业务开始涉及困境债务。博龙很快便以投资果断获得公众赞誉，但机构和其创始人一样低调，很少出现在媒体的聚光灯下。随着管理资产额不断增加，于20世纪90年代末达到数十亿美元，公司很难像从前一样继续保持低调，逐渐被公众所熟知。博龙在希腊神话中是一只有三个头的地狱守护犬，截至2006年，范博格领导机构持有45家不同行业公司的控股权，这些公司的营业收入超过600亿美元。[1]博龙的宣传材料上称其1998年至2005年的投资平均年收益率达到22%。博龙成功的投资项目包括SSA Global软件公司，通信服务提供商Teleglobe，美国先锋租车公司[2]；博龙还持有食品和药品零售商Albertson's和加拿大航空的股份。从投资的历史数据来看，博龙采取温和的手段来管理旗下的资产组合，并且更喜欢使用善意收购和交易的方式投资目标公司，包括与公司现有股东共同探讨决定公司未来的发展战略。虽然博龙将近一半的投资项目为制造业和服务业，但其旗下的资产组合还涉及医疗保健、零售、金融服务及交通运输行业（见图C10-2）。



图C10-2　博龙投资项目领域

资料来源：Cerberus Capital Web Site.

交易及交易细节

在击败竞争对手KKR为首的财团取得GMAC的控股权后，博龙完成了从幕后到台前的角色转变。博龙用未来3年内向通用汽车支付140亿美元现金的代价接管GMAC价值超过3 000亿美元的租赁合约、贷款以及保单[3]。以下为部分交易条款（见专栏C10-1）：

总价值140亿美元的现金交易包括：交易结束后，通用汽车从博龙为首的财团处获得74亿美元现金；从GMAC及其美国子公司变更的有限公司获得约27亿美元现金分红；此外，通用汽车在未来3年还将从GMAC接管账面价值约200亿美元的汽车租赁、零售贷款及相关资产，预计这些资产在未来3年给通用汽车带来约40亿美元的变现。

[1] Charles Duhigg, "Can Private Equity Build a Public Face?" *New York Times*, December 24, 2006 and CerberusWeb site.
[2] "What's Bigger than Cisco, Coke or McDonald's?" *BusinessWeek Online*, October 3, 2005.
[3] "Cerberus to KKR: Eat Our Dust," *BusinessWeek Online*, April 24, 2006.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

专栏 C10-1

GMAC 交易事件（2006 年 4 月 2 日新闻）

通用汽车达成出售 GMAC 控制权协议

博龙为首的财团购买 GMAC 51%股权

通用汽车将在未来 3 年得到 140 亿美元现金

发自底特律：通用汽车（纽交所交易代码：GM）今天宣布公司将其子公司 GMAC 51% 的股权出售给私募股权投资机构博龙为首的联合财团。联合财团包括博龙、花旗集团以及日本青空银行。通用汽车因此次交易将在未来 3 年得到 140 亿美元现金，包括交易结束后 GMAC 将支付给通用汽车的 100 亿美元。

此次交易加强了 GMAC 支持通用汽车的汽车业务的实力，使 GMAC 能够以更低的成本融资，改善了通用汽车的资产流动性并且通用汽车因仍持有 GMAC 49% 的股权而继续分享其带来的收益。

“我们期待与博龙合作拓展 GMAC 的传统优势业务，继续为集团服务。”通用汽车董事长兼 CEO 里克·瓦格纳表示，“这次交易是通用汽车业务重整中的一座里程碑。它将使 GMAC 变得更加强大，并且保持了通用汽车和 GMAC 之间良好的互利关系。同时，此次交易为通用汽车提供大量流动资金以发展其在北美的重整计划，为通用汽车未来发展提供金融支持，并缓解了通用汽车的资金压力使公司可以投资其他优质资产。”

“在过去 9 个月里，我们一直在大力实施我们的北美重整计划，”瓦格纳说，“我们已经采取了一些重大举措，比如和汽车工会签订医疗保健协议、制造能力计划、改变我们的工薪医疗计划和养老金计划、加快对小时工的裁减和全面修改我们的营销策略。这些大胆积极的举措将在短时间内提升公司的竞争力并保持通用汽车长期的成功，今天的交易是为实现以上目标而采取的进一步举措。”

经过几个月不同交易方案衡量后，通用汽车的董事会在周日的一次特别会议上批准了这次出售。通用汽车的发言人、主持董事乔治·费舍尔表示：“此项交易和公司为其重整计划所采取的举措是一座重要的里程碑，但公司仍有很多工作需要做。公司董事会相信，在里克·瓦格纳先生及其管理团队的带领下，通用汽车会很快恢复盈利。”

交易正在等待美国和国际监管机构以及其他部门的审批。公司希望在 2006 年第 4 季度完成交易。

通用汽车将得到 140 亿美元现金

总价值 140 亿美元的现金交易包括：交易结束后，通用汽车从博龙为首的财团处获得 74 亿美元现金；从 GMAC 及其美国子公司变更的有限公司获得约 27 亿美元现金分红；此外，通用汽车在未来 3 年还将从 GMAC 接管账面价值约 200 亿美元的汽车租赁、零售贷款及相关资产，预计这些资产在未来 3 年给通用汽车带来约 40 亿美元的变现。

在交易完成前，通用汽车仍将收到 GMAC 派发的股息，这部分资金将主要用于偿还从 GMAC 处获得的各种公司间贷款。这样，GMAC 对通用汽车的未偿付无担保贷款将降至 4 亿美元，今后的无担保贷款最高额度为 15 亿美元。

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

通用汽车和以博龙为首的联合财团将投资19亿美元现金来购买重组后的GMAC的优先股（通用汽车出资14亿美元，联合财团出资5亿美元）。通用汽车继续享有所持GMAC 49%股份所带来的股息及其他收益。

通用汽车将承担在2006年第二季度因出售GMAC 51%股权而产生的11亿～13亿美元的税前非现金费用。

花旗集团提供250亿美元的银团贷款

花旗集团将为GMAC提供两笔总值高达250亿美元的资产抵押银团贷款，用以支持GMAC持续经营的业务和加强GMAC已有的较高流动性。花旗集团已经为该两笔贷款承诺125亿美元，该贷款独立于花旗集团之前对GMAC的权益投资。

“花旗集团与通用汽车有90年的合作历史，这次交易对双方来说，都是一次可以保证公司长期成功的机会，也是一次有吸引力的投资机会。我们很高兴能够作为其中一员，和以博龙为首的机构一起，加入到这个独特而强大的合作关系中。”花旗集团公司与投资银行部全球银行业务CEO迈克尔·克莱因表示。

GMAC未来的董事会将有13名成员：6名董事由联合财团任命，4名董事由通用汽车任命，其余3名为独立董事。GMAC将留任现在的管理层。

通用汽车希望通过引入新的控股投资人增加GMAC的权益投资，从而大幅减少通用汽车对GMAC的无担保信贷的信赖，增强GMAC资本实力以提升公司的信用评级。通用汽车和GMAC希望通过此次交易使GMAC的信用评级独立于通用汽车。

除此之外，通用汽车和以博龙为首的联合财团将投资19亿美元现金购买重组后GMAC的优先股（通用汽车出资14亿美元，联合财团出资5亿美元）。对双方来说，此次交易的一个重要目的是减少GMAC对通用汽车的无担保风险暴露，花旗集团将为GMAC提供总价值达250亿美元的资产抵押银团贷款。通用汽车将继续享有所持GMAC 49%股份所带来的股息及其他收益。2006年第二季度因出售产生的约12亿美元的税前费用由通用汽车承担。最后，通用汽车还保有一份期权，即在交易结束后10年内，在达到某些条件后可以重新获得GMAC的汽车金融服务业务，这些条件包括通用汽车的信用评级为投资级（见专栏C10-2和专栏C10-3）。

专栏C10-2

通用汽车的看涨期权概述

- 通用汽车的看涨期权期限为10年，关于全球汽车金融业务
  - 不包括住房抵押贷款业务及保险业务
- 执行期权的条件是通用汽车的信用评级为“投资级”或信用评级高于GMAC的评级
- 执行价格（二者中较高者）：
  - 合理的市场价格
  - 全球汽车金融业务净利润的9.5倍

资料来源：GMAC Financial Services Fixed Income Investor Presentation, December 1, 2006.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

专栏 C10-3

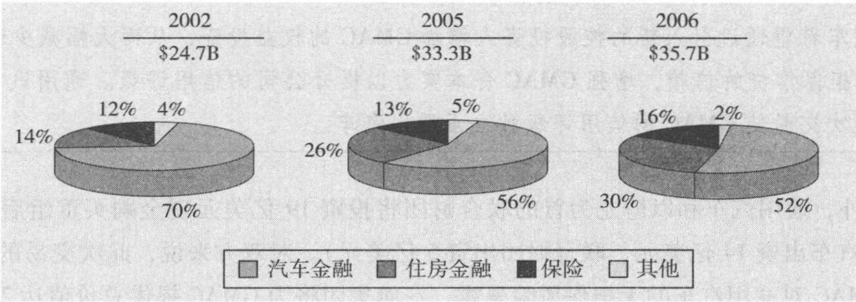
GMAC 信用情况、收入种类及 5 年期债券利差

增强的信用情况：

- 新增 21 亿美元优先股。
- 2007 年 3 月向通用汽车支付 10 亿美元的现金分红。
- 2007～2008 年的税后收益将会被留存在 GMAC。
- 2009～2010 年归属博龙的税后利润分配将被留存在公司，用以认购公司的优先股。
- 确定对通用汽车的无担保风险暴露上限为 15 亿美元。
- 消除与通用汽车养老金有关的潜在风险。
- 已经承诺的贷款：
  - 花旗集团提供 100 亿美元的担保贷款；
  - 60 亿美元的过桥贷款。
- 可以较低成本进行融资。

总收入——业务种类

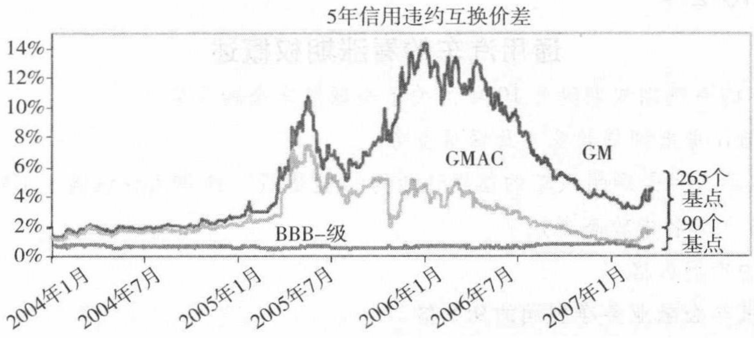
- 在各项收入方面都有显著增长，其中 50% 的收入是由住房抵押贷款和保险业务贡献的



总收入反映了总财务收入加保险溢价，服务收入加住房抵押贷款账户利润、投资利润以及其他利润。总收入不等于净利息扣减折旧费用和信用损失。

GMAC 5 年期无担保债券利差

- GMAC 债券的利差已经收窄到 2004 年年初以来的最低水平。
  - 市场承认信用与通用汽车脱钩。
  - 尽管如此，GMAC 的 5 年期债券利差依然比 BBB－级债券高 90 个基点。



资料来源：GMAC Financial Services, 2007 Investor Forum.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

重重障碍

除了正常的州政府及美国联邦政府的监管之外，其他阻碍也可能影响交易的完成。2006 年 7 月，在养老金担保公司（PBGC）称不会将通用汽车的养老金义务强加给 GMAC 的买家后，通用汽车解决了出售交易中第一个大难题。在提交给美国证券交易委员会的文件中，通用汽车宣布养老金担保公司保证博龙无须承担汽车工厂员工的养老金。政府监管部门也通过发言人表示他们确信通用汽车虽然出售了 GMAC 的大部分股份，但此举绝不是在试图逃避交纳员工的养老金。

博龙选择投资 GMAC 的一个主要驱动因素是可以将 GMAC 的产业贷款机构执照过户给博龙为首的财团。人们普遍认为（交易双方的发言人也确认）如果 2006 年年底产业贷款机构执照过户失败将成为阻碍此次交易成功的潜在威胁。2006 年夏天，美国联邦存款保险公司决定暂停受理产业贷款机构执照的申请，为期 6 个月（主要是为应对零售业巨头沃尔玛成立产业贷款机构的申请）。此项决定在当时极可能阻碍交易的正常进行。2006 年 11 月中旬，美国联邦存款保险公司投票通过允许通用汽车将其产业贷款机构执照过户给博龙为首的联合财团，清除了影响交易的另一大障碍。

交易过程中的另一个难题还没有被完全解决。2006 年 11 月下旬，信用评级机构惠誉及标准普尔都将 GMAC 的信用评级上调一级至 BB + 级。标准普尔还自 2005 年 10 月以来首次将 GMAC 从“观望”中移除。但与此同时，穆迪维持其对 GMAC 的评级，仍停留在垃圾级 Ba1 级，并确定未来评级展望为负面。穆迪解释称通用汽车持有的回购期权代表了 GMAC 评级的上限。穆迪公司同时表示，如果 GMAC 可以加强资产的流动性，其未来评级展望可提升至稳定。虽然政府机构曾正式声明 GMAC 的信用级别不与通用汽车直接相关，但作为 GMAC 的主要客户，通用汽车仍将影响 GMAC 的信用级别。GMAC 在 2006 年年底的信用评级仍低于公司的预期水平。

通用汽车的供应商关系

在过去 20 年里，汽车行业与其供应商之间的复杂关系和双方间的互不认同超过了美国绝大多数行业。在美国汽车行业不景气时，供应商的业绩也直接受到严重影响。因底特律三大汽车制造商都计划减产、裁员和节约开支，通用汽车和其他汽车制造商不得不进一步要求供应商在价格上做出让步。随之而来的结果是包括德纳汽车公司，Collins & Aikman 和德尔福在内的零配件供应商纷纷宣布破产。汽车行业面临的金融危机揭示了在危机面前汽车制造商和其供应商的命运是休戚相关的。许多零配件供应商依赖通用汽车生存，通用汽车也同样需要依赖这些供应商。通用汽车最优先保证的是生产线不能停产，停产将造成大约每周数几十亿美元的损失。[㊀]解决这个难题的方法只有通过附属贷款及扩大融资来不断向供应商投入资金，这一切都是为了防止工厂停产。

以上的紧急措施只能暂时维持三大汽车制造商的日常生产。随着融资规模突破万亿美元，对冲基金行业成了新的重要融资方式。私募投资基金史无前例地挽救濒临破产的汽车零配件供应

㊀ “GM Boosts Profit But Not Recovery,” *Boston Globe*, October 25, 2006.

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

商，通过购买其债务并为其发行债务进行融资，包括第二顺位贷款。

因“不受内部信用风险评级”影响，[一]第二顺位贷款比其他类型的债务更安全，而其收益率只略低于其他债务。第二顺位贷款与银行贷款具有同样的权利和条款，以及第二顺位的债务偿还优先权。[二]与高收益但缺少保障的夹层债务和低收益的银行贷款相比，第二顺位贷款的收益率一般为 10% ~15%。第二顺位贷款条约中通常以其他的抵押物或与抵押物等额的额外现金保障债权人权益。例如，第一顺位贷款以流动资产（如应收账款、存货等）为抵押物，而第二顺位贷款则以固定资产（如房地产、厂房和生产设备等）为抵押物（见表 C10-3）。[三]

表 C10-3　第二顺位贷款概览

第二顺位贷款	资产基础	现金流基础
优先级	优先级贷款人之后的第二顺位	优先级贷款人之后的第二顺位
结构	资产用于抵押，如应收账款、存货、生产设备、房地产以及知识产权	融资以公司持续经营价值为基础，而不是其清算价值为基础
期限	3 ~5 年	3 ~7 年
定价	LIBOR 加 5% ~12% 定价是资产质量和增长率支持性的函数	LIBOR 加 5% ~15% 定价是公司规模、信用评级的可获得性及金融发起人支持的函数 可接受风险档级的二级市场流动性提高了融资份额（超过 5 000 万美元)。B3（穆迪）、B -（标准普尔）以上的信用评级以及权益发起人支持将推动产生更有竞争力的定价。财务杠杆过高和公司总价值较低将增加融资成本
优势	增加融资来源，不会稀释权益或增加额外条款 提供贷款偿还时间表的灵活性	增加融资来源，不会稀释权益或增加额外条款 提供贷款偿还时间表的灵活性

资料来源：GE Commercial Finance.

对冲基金为汽车零配件供应商提供大量急需的资金，也为供应商传统的债权人设定了不同的偿还优先权。因为有雄厚的资金支持，阿帕卢萨资产管理公司、维森·肯普纳、传奇并购投资人卡尔·伊坎和威尔伯·罗斯为陷入困境的美国汽车零配件供应商提供大笔资金。他们对陷入困境的汽车零配件供应商的投资也引来了传统债权人的争议。阿帕卢萨资产管理公司的大卫·泰伯是最活跃的投资人之一。2005 年底德尔福汽车公司宣布破产后，阿帕卢萨立即收购了其大约 10% 的权益，还领导了一个权益委员会以参与德尔福汽车公司的重组，成为供应商破产程序的一个活跃分子。[四]阿帕卢萨为首的委员会（由几家投资者组成，包括博龙）2006 年 12 月与德尔福达成协议，为其投资 34 亿美元并参与其重组工作。[五]

㊀ “Capital Eyes: Completing the Capital Structure with a Second-Lien Loan,” Bank of America e-newsletter, April 2003.
㊁ Ibid.
㊂ Ibid.
㊃ Micheline Maynard, “Equity Firms to Invest up to $3.4 Billion in Delphi,” *International Herald Tribune*, December 18, 2006.
㊄ David Welch, “Bankruptcy Becomes Delphi,” *BusinessWeek Online*, January 15, 2007.

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

博龙建立一个更大的汽车金融服务平台

2007 年 5 月，博龙又参与了一项汽车工业投资。博龙以 78 亿美元的价格从戴姆勒 - 奔驰公司手中买下克莱斯勒 80.1% 的股份，10 年间奔驰公司已为克莱斯勒投入了近 360 亿美元。在这次惊人的大交易中，博龙不仅得到了一家大型的标志性汽车生产商，还收购了克莱斯勒金融服务公司，为克莱斯勒金融服务公司和 GMAC 的合并做好了准备。这笔交易使博龙获得了美国汽车贷款市场 11% 的市场份额，约为美国第二大汽车信贷公司福特汽车信贷公司市场份额的 2 倍。因此，博龙希望通过其市场占有率、显著的成本和运营协同效应获得综合效应。博龙希望可以从对 GMAC 的投资中获得更高的收益。

美梦变为梦魇

在收购克莱斯勒以后，博龙增加了大约 200 亿美元的债务，博龙为这些债务抵押了所有可抵押的资产。2008 年油价突破每加仑 4 美元时，消费者开始购买小型车和混合动力车。不幸的是，克莱斯勒的生产线以生产高油耗的卡车、SUV 和小型货车为主。同时，因为次贷危机恶化及信贷收紧，消费者很难支付买小轿车这样高昂的开销。此外，在母公司财务困境越来越严重的情况下，克莱斯勒金融服务公司也难以获取足够资金以维持汽车贷款业务。2008 年夏天，博龙将克莱斯勒金融服务公司变为高盈利金融机构的计划彻底破灭。银行要求克莱斯勒金融服务公司停止向信用评级低的客户发放贷款，此举影响克莱斯勒的销售情况。2008 年 8 月，克莱斯勒的销售额下降了 35%。同年 9 月，雷曼兄弟宣布破产，华尔街陷入一片恐慌。客户对购车持观望态度，克莱斯勒削减产量，收入下降，公司每天都蒙受巨大损失。

11 月，克莱斯勒的销售量直线下降，与此同时克莱斯勒金融服务公司基本停止提供贷款，这导致经销商失去了资金来源。此时，博龙终于意识到汽车金融服务只有与业绩良好的汽车公司合作才能取得成功。2009 年 3 月底，美国政府要求克莱斯勒在 30 天内完成菲亚特对其的收购，此项交易需要与汽车工会达成协议以实现成本削减。4 月中旬，收购交易唯一的障碍是克莱斯勒高达 69 亿美元的债务。美国财政部希望提供 22.5 亿美元用以冲销这些债务，但 45 家银行及对冲基金债权人拒绝此项提议，这将使克莱斯勒进入破产程序并使博龙与其伙伴所有的剩余价值都化为乌有。

银行和对冲基金的做法令奥巴马总统十分愤怒，他表示："这些债权人仍在期待克莱斯勒得到更多的援助，这对纳税人是不公平的"。[㊀]密歇根的民主党人约翰·丁格尔称这些债权人是"卑鄙的对冲基金"和"贪婪的秃鹫"，应该被送上法庭。[㊁]奥巴马政府授权的破产法院准备将 50% 以上的援助及克莱斯勒大部分所有权判给汽车工会下属的养老金，同时各对冲基金和银行最多只能得到 20 亿美元的欠款但不会得到克莱斯勒的股份（尽管进入破产法院前，债权人要求的

㊀ White House press release, "Remarks By the President on the Auto Industry," April 30, 2009, http://www.whitehouse.gov/the_press_office/remarks-by-the-president-on-the-Auto-Industry.

㊁ Neil King Jr. and Jeffrey McCracken, "Chrysler Pushed Into Fiat's Arms," *Wall Street Journal.com*, May 1, 2009.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

索赔高于汽车工会）。债权人表示将上诉，因为破产法院的判决意味着美国政府凌驾于合同法、破产法和美国宪法对私有财产神圣不可侵犯的规定之上。

2009 年 6 月，公司主要债权人拒绝总值达 270 亿美元的债转股计划后，通用汽车继克莱斯勒之后申请破产保护。在此之前，GMAC 努力摆脱破产的命运。GMAC 通过接受联邦政府 70 亿美元的援助而转为银行控股公司并将其在线银行更名为 Ally Bank。银行新任首席营销官桑贾伊·古普塔表示银行新名字的寓意为 Ally Bank 是可以信赖的伙伴[⊖]。通用汽车的破产涉及了 GMAC，使通用汽车和博龙不得不减持 GMAC 的股份，以便财政部可以控股 GMAC。

GMAC 脱离通用汽车的最初设想是尝试令 GMAC 可以独立经营，提高 GMAC 的信用评级从而可以以较低的利率募集资金。尽管公司与克莱斯勒金融服务公司合并后努力扩大经营范围和提升赢利能力，但事实证明这次尝试是失败的。博龙对美国汽车工业的梦幻投资变成了一场噩梦。

⊖ Aparajita Saha-Bubna, "GMAC Will Change the Name of Its Bank," *Wall Street Journal. com*, May 15, 2009.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

阅读书目

(2003). *Implications of the Growth of Hedge Funds.* Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission. U.S. Securities and Exchange Commission.

(2008). *Estimated Revenue Effects Of H.R. 6275, The 'Alternative Minimum Tax Relief Act Of 2008,' Scheduled For Markup By The Committee On Ways And Means On June 18, 2008.* United States Congress Joint Committee on Taxation (JCX-51-08).

(2009). *PEI 50 2009.* Private Equity International.

(2009). The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009. World Economic Forum.

Asness, C., Krail, R., & Liew, J. (2001). Do Hedge Funds Hedge? *Journal of Portfolio Management, 28,* 6–19.

Basile, D. (2006). Convertible bonds: Convertible arbitrage versus long-only strategies. *Morgan Stanley Investment Management Journal, 2*(1).

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance* (8th ed.). McGraw-Hill.

Biggs, B. (2006). *Hedge Hogging.* John Wiley & Sons, Inc.

Bookstaber, R. (2007). *A Demon of Our Own Design.* John Wiley & Sons, Inc.

Castillo, J., & McAniff, P. (2007). *The Practitioner's Guide to Investment Banking, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance.* Circinus Business Press.

Chan, G., Haas, , & Lo, (2006). Do Hedge Funds Increase Systemic Risk? *Federal Reserve of Atlanta Economic Review,* 4th Quarter.

Connor, G., Goldberg, L., & Korajczyk, R. (forthcoming). *Portfolio Risk Analysis.* Princeton University Press.

Deponte, K. (2007). *"Hung Bridge" Funds.* Probitas Partners.

Ellis, C. D. (2008). *The Partnership: The Making of Goldman Sachs.* The Penguin Press.

Farrell, D., et al. (2007). *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping the Global Capital Markets.* McKinsey Global Institute.

Farrell, D., et al. (2008). *The New Power Brokers: Gaining Clout in Turbulent Markets.* McKinsey Global Institute.

Ferguson, R., & Laster, D. (2006). Hedge Funds and Systemic Risk. *Banque de France Financial Stability Review.*

Flanagan, C. (2004). *J.P. Morgan US Fixed Income Markets 2005 Outlook.* J. P. Morgan Securities Inc.

Francis, J. C., Toy, W. W., & Gregg Whittaker, J. (1999). *The Handbook of Equity Derivatives* (Revised ed.). John Wiley & Sons.

Greenwood, R., & Schor, M. (2009). Investor Activism and Takeovers. *Journal of Financial Economics, 92,* 362–375.

Ibbotson, R., & Chen, P. (2006). The A,B,Cs of Hedge Funds: Alphas, Betas and Costs. *Yale ICF Working Paper.*

Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives, 23*(1), 129 Winter.

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. McKinsey & Company, Inc. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4th ed.). John Wiley & Sons.
Langley, M. (2006). *Tearing Down the Walls*. Free Press.
Lipton, M. (2009). *Takeover Response Checklist and Dealing with Activist Hedge Funds*. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memo.
McDonald, R. L. (2006). *Derivatives Markets* (2nd ed.). Prentice Hall.
Metrick, A., & Yasuda, A. (Forthcoming) (2009). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*.
Mitchell, M. L., & Pulvino, T. C. Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage. *Journal of Finance*, *56*, 2135–2176.
Roxburgh, C., et al. (2009). *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Are Faring in the Financial Crisis*. McKinsey Global Institute.
Schell, J. M. (1999). *Private Equity Funds: Business Structure and Operations* (pp. 2–18). Law Journal Press.
Sir Gieve, J. Deputy Governor, Bank of England. 17 Oct. 2006 speech on Hedge Funds and Financial Stability given at the HEDGE 2006 Conference.

阅读书目

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

参 考 文 献

(2003). *Implications of the Growth of Hedge Funds*. Staff Report to the United States Securities and Exchange Commission. U.S. Securities and Exchange Commission.
(2008). *Estimated Revenue Effects Of H.R. 6275, The 'Alternative Minimum Tax Relief Act Of 2008,' Scheduled For Markup By The Committee On Ways And Means On June 18, 2008*. United States Congress Joint Committee on Taxation (JCX-51-08).
(2009). Goldman Sachs 2008 Annual Report.
(2009). JPMorgan Chase & Co. 2008 Annual Report.
(2009). *Fourth Annual Private Equity Survey*. Gotham Consulting Partners LLC.
(2009). *PEI 50 2009*. Private Equity International.
(2009). The Globalization of Alternative Investments Working Papers Volume 2: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2009. World Economic Forum.
Asness, C., Krail, R., & Liew, J. (2001). Do Hedge Funds Hedge? *Journal of Portfolio Management*, *28*, 6–19.
Bank for International Settlements.
Basile, D. (2006). Convertible bonds: Convertible arbitrage versus long-only strategies. *Morgan Stanley Investment Management Journal*, 2(1).
Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2006). *Principles of Corporate Finance* (8th ed.). McGraw-Hill.
Castillo, J., & McAniff, P. (2007). *The Practitioner's Guide to Investment Banking, Mergers & Acquisitions, Corporate Finance*. Circinus Business Press.
Chan, G., Haas, , & Lo, (2006). Do Hedge Funds Increase Systemic Risk? *Federal Reserve of Atlanta Economic Review*, 4th Quarter.
Connor, G., Goldberg, L., & Korajczyk, R. (forthcoming). *Portfolio Risk Analysis*. Princeton University Press.
Credit Suisse Tremont Index LLC.
DealBook. (2007). Third Bear Stearns Fund Skids on Mortgages. *New York Times*, 1 Aug.
Deponte, K. (2007). *"Hung Bridge" Funds*. Probitas Partners.
Farrell, D., et al. (2007). *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Shaping the Global Capital Markets*. McKinsey Global Institute.
Farrell, D., et al. (2008). *The New Power Brokers: Gaining Clout in Turbulent Markets. McKinsey Global Institute.*
Ferguson, R., & Laster, D. (2006). Hedge Funds and Systemic Risk. *Banque de France Financial Stability Review.*
Flanagan, C. (2004). *J. P. Morgan US Fixed Income Markets 2005 Outlook*. J. P. Morgan Securities Inc.
Francis, J. C., Toy, W. W., & Gregg Whittaker, J. (1999). *The Handbook of Equity Derivatives* (Revised ed.). John Wiley & Sons.
Greenwood, R., & Schor, M. (2009). Investor Activism and Takeovers. *Journal of Financial Economics*, *92*, 362–375.
Grosvenor Capital Management.
Hedge Fund Research, Inc.

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

Hennessee Group, LLC.
Ibbotson, R., & Chen, P. (2006). *The A,B,Cs of Hedge Funds: Alphas, Betas and Costs. Yale ICF Working Paper.*
Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2009). Leveraged Buyouts and Private Equity. *Journal of Economic Perspectives*, *23*(1), 129 Winter.
Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. McKinsey & Company, Inc. (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (4th ed.). John Wiley & Sons.
Lattman, P. (2009). Lacking Leverage, Firms Embrace EBOs. *Wall Street Journal*, 12 Mar.
Lipton, M. (2009). *Takeover Response Checklist and Dealing with Activist Hedge Funds*. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz Memo.
McDonald, R. L. (2006). *Derivatives Markets* (2nd ed.). Prentice Hall.
Metrick, A., & Yasuda, A. (Forthcoming) (2006). The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*.
Mitchell, M. L., & Pulvino, T. C. Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage. *Journal of Finance*, 56, 2135–2176.
Moore, H. N. (2008). Bill Ackman Part II: Eight Easy Steps to Becoming a Short-Seller. *Wall Street Journal*, 12 Jun.
Roxburgh, C., et al. (2009). *The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equity Are Are Faring in the Financial Crisis*. McKinsey Global Institute.
Schell, J. M. (1999). *Private Equity Funds: Business Structure and Operations* (pp. 2–18). Law Journal Press.
Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
Sir Gieve, J. Deputy Governor, Bank of England. 17 Oct. 2006 speech on Hedge Funds and Financial Stability given at the HEDGE 2006 Conference.
Slater, D. (2008). Judge Kaplan Reprimands Hedge Funds in Takeover Battle with CSX. *The Wall Street Journal*, 12 Jun.
S&P Leveraged Lending Review.
Thornton, E., et al. (2005). What's Bigger Than Cisco, Coke or McDonald's? *BusinessWeek*, 3 Oct.
Training the Street, Inc.
Tunick, B. E. (2005). Google Goes Its Own Way: Novel Dutch auction had twists and turns all the way to IPO. *IDD*, 17 Jan.
World Federation of Exchanges.
Zuckerman, G., & Strasburg, J. (2009). For Many Hedge Funds, No Escape. *Wall Street Journal*, 2 Jan.

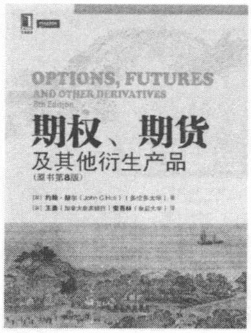
書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

华章教材经典译丛（清明上河图）系列







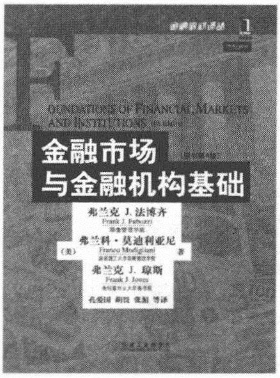


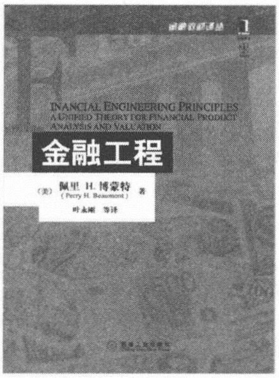
课程名称	书号	书名、作者及出版时间	定价
财务管理（公司理财）学习指导	978-7-111-32466-9	公司理财（第8版）习题集（汉森）（2010年）	42
财务管理（公司理财）	978-7-111-12142-2	财务管理精要（第12版）（布里格姆）（2003年）	49
财务管理（公司理财）	978-7-111-36751-2	公司理财（第9版）（罗斯）（2012年）	88
财务管理（公司理财）	978-7-111-32633-5	公司理财（精要版）（第9版）（罗斯）（2010年）	68
电子商务	978-7-111-29969-1	电子商务：管理视角（第5版）（特班）（2010年）	79
电子商务	即将出版	电子商务：管理与社会网络的视角（第8版）（特班）（2013年）	79
战略管理	978-7-111-39138-8	战略管理:概念与案例（第8版）（希尔）（2012年）	69
商业伦理学	978-7-111-37513-5	企业伦理学（第7版）（乔治）（2012年）	79
管理学	即将出版	管理学（诺里亚、古拉蒂等）（2013年）	59
管理学	978-7-111-31841-5	管理学:原理与实践（第7版）（罗宾斯）（2010年）	59
管理学	978-7-111-41449-0	管理学：原理与实践（第8版）（罗宾斯）（2013年）	59
管理技能	978-7-111-37591-3	管理技能开发（第8版）（惠顿）（2012年）	98
创业管理	978-7-111-40258-9	公司创新与创业（第3版）（库拉特科）（2012年）	49
项目管理	978-7-111-39774-8	项目管理：基于团队的方法（布朗）（2012年）	49
管理会计	978-7-111-39512-6	管理会计教程（第15版）（亨格瑞）（2012年）	88
财务会计	978-7-111-27376-9	财务会计：概念、方法与应用（第12版）（斯蒂克尼）（2009年）	78
财务会计	978-7-111-39244-6	财务会计教程（第10版）（亨格瑞）（2012年）	79
金融学（货币银行学）指导或案例	即将出版	货币金融学（第2版）学习指导（米什金）（2013年）	28
金融学（货币银行学）	978-7-111-34261-8	货币金融学（第2版）（米什金）（2011年）	75
金融学（货币银行学）	978-7-111-26584-9	金融学导论：市场、投资与财务管理（第13版）（梅利歇尔）（2009年）	75
金融市场学	978-7-111-26674-7	金融市场学（第10版）（罗斯）（2009年）	79
金融市场学	即将出版	金融市场与金融机构（第7版）（米什金）（2013年）	69
金融工程学习指导	978-7-111-30014-4	期权、期货及其他衍生产品习题集（第7版）（约翰·赫尔）（2010年）	42
金融工程	978-7-111-35821-3	期权、期货及其他衍生产品（第8版）（赫尔）（2011年）	98
金融风险管理	978-7-111-30699-3	风险管理与金融机构（第2版）（约翰·赫尔）（2010年）	56
（证券）投资学学习指导	978-7-111-29851-9	投资学习题集（第7版）（博迪）（2010年）	35
（证券）投资学学习指导	即将出版	投资学习题集（第9版）（博迪）（2013年）	49
（证券）投资学	978-7-111-39028-2	投资学（第9版）（博迪）（2012年）	98
中级宏观经济学	即将出版	宏观经济学（第5版）（布兰查德）（2013年）	78
西方经济学学习指导	978-7-111-33099-8	哈伯德《经济学》学习指南（第3版）（斯卡希尔）（2011年）	45
西方经济学学习指导	978-7-111-31352-6	经济学精要（精要版）（第4版）学习指南（拉什）（2010年）	39
西方经济学学习指导	978-7-111-14326-4	曼昆《经济学原理》（第3版）学习指南（哈克斯）（2004年）	45
西方经济学（微观）	978-7-111-32767-7	经济学（微观）（第3版）（哈伯德）（2011年）	59
西方经济学（微观）	978-7-111-12676-9	经济学原理（第3版）（曼昆）（上）（2003年）	44
西方经济学（微观）	即将出版	西方经济学（微观部分）（第2版）（斯通）（2013年）	52
西方经济学（宏观）	978-7-111-32768-4	经济学（宏观）（第3版）（哈伯德）（2011年）	49
西方经济学（宏观）	978-7-111-12676-9	经济学原理（第3版）（曼昆）（下）（2003年）	44
西方经济学（宏观）	即将出版	西方经济学（宏观部分）（第2版）（斯通）（2013年）	49
西方经济学	978-7-111-28088-0	经济学：私人与公共选择（第12版）（格瓦特尼）（2009年）	78
西方经济学	978-7-111-27481-0	经济学原理（精要版）（第4版）（帕金）（2009年）	62
商务与经济统计	978-7-111-37641-5	商务与经济统计（第11版）（安德森）（2012年）	108
组织行为学	978-7-111-35338-6	组织行为学精要（第11版）（罗宾斯）（2011年）	39
人力资源管理	978-7-111-40189-6	人力资源管理（亚洲版·第2版）（德斯勒）（2012年）	65
市场营销学（营销管理）	978-7-111-33600-6	市场营销学（第10版）（阿姆斯特朗）（2011年）	68
市场营销学（营销管理）	即将出版	市场营销学（第11版）（科特勒）（2013年）	75
市场营销学（营销管理）	978-7-111-31706-7	市场营销原理（亚洲版·第2版）（科特勒）（2010年）	68
市场营销学（营销管理）	即将出版	市场营销原理（亚洲版·第3版）（科特勒）（2013年）	75
供应链（物流）管理	978-7-111-28895-4	供应链物流管理（第3版）（鲍尔索克斯）（2009年）	56
供应链（物流）管理	即将出版	供应链物流管理（第4版）（鲍尔索克斯）（2013年）	55
决策支持系统	978-7-111-25905-3	决策支持系统与智能系统（第7版）（特班）（2009年）	88
管理信息系统	978-7-111-34151-2	管理信息系统（第11版）（劳顿）（2011年）	55

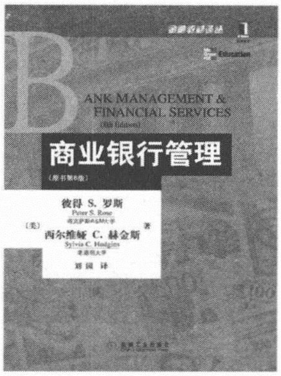
書 书最多 www.szd123.net

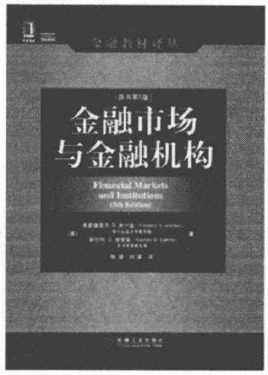
書 书最多 www.szd123.net

金融教材译丛系列









课程名称	书号	书名、作者及出版时间	定价
计算机财务管理	978-7-111-31109-6	财务管理：以Excel为分析工具（第3版）（霍顿）（2010年）	32
财务管理（公司理财）	978-7-111-40145-2	公司财务原理（第10版）（布雷利）（2012年）	119
行为金融学	978-7-111-34808-5	行为金融（福布斯）（2011年）	62
行为金融学	978-7-111-39995-7	行为金融：心理、决策和市场（阿克特）（2012年）	59
投资银行学	978-7-111-41476-6	投资银行、对冲基金和私募股权投资导论（斯托维尔）（2013年）	68
投资管理	978-7-111-22595-9	现代投资组合理论与投资分析（第7版）（埃尔顿）（2007年）	68
商业银行经营管理学	978-7-111-34584-8	商业银行管理（第8版）（罗斯）（2011年）	78
商业银行经营管理学	即将出版	商业银行管理（第9版）（罗斯）（2013年）	78
金融衍生品市场与工具	978-7-111-24882-8	金融工具与市场案例（查科）（2008年）	68
金融衍生品市场与工具	978-7-111-29040-7	衍生工具（惠利）（2009年）	79
金融衍生品市场与工具	978-7-111-29596-9	衍生工具与风险管理（第7版）（钱斯）（2010年）	78
金融学其他专业课	978-7-111-33588-7	创业者的经营与金融战略（第2版）（罗杰斯）（2011年）	48
金融学其他专业课	978-7-111-33896-3	从资产到利润（伯曼）（2011年）	48
金融学其他专业课	978-7-111-35101-6	云：7种清晰的商业模式（周晨光）（2011年）	38
金融学（货币银行学）	978-7-111-22274-3	货币银行学：货币、银行业和金融市场（托马斯）（2008年）	78
金融数学	978-7-111-26822-2	金融与保险精算数学（陈伟森）（2009年）	48
金融市场学	978-7-111-26909-0	货币、金融市场与金融机构（第10版）（基德维尔）（2009年）	78
金融市场学	978-7-111-29552-5	金融市场与机构（第8版）（马杜拉）（2010年）	79
金融市场学	978-7-111-25441-6	金融市场与金融机构（第5版）（米什金）（2008年）	69
金融市场学	978-7-111-31493-6	金融市场与金融机构基础（第4版）（法博齐）（2010年）	79
金融市场学	978-7-111-26841-3	现代金融市场：价格、收益及风险分析（布莱克威尔）（2009年）	58
金融工程	978-7-111-29940-0	金融工程（博蒙特）（2010年）	38
金融工程	978-7-111-26090-5	金融工程与风险管理技术（威尔莫特）（2009年）	52
金融工程	978-7-111-34616-6	期权与期货市场基本原理（第7版）（赫尔）（2011年）	65
金融工程	978-7-111-27213-7	衍生物市场基础（麦克唐纳德）（2009年）	52
金融风险管理	即将出版	风险管理与金融机构（第3版）（赫尔）（2013年）	59
兼并、收购与公司重组	978-7-111-35538-0	兼并、收购和公司重组（第2版）（阿扎克）（2011年）	62
国际金融学	978-7-111-36555-6	国际金融（第12版）（艾特曼）（2012年）	79
国际金融学	978-7-111-34411-7	汇率与国际金融（第5版）（科普兰德）（2011年）	62
国际金融案例	978-7-111-22673-4	国际金融案例（德赛）（2007年）	48
固定收益证券	即将出版	固定收益证券（第3版）（塔克曼）（2013年）	69
创业金融	978-7-111-34619-7	创业金融（第2版）（史密斯）（2011年）	68
创业金融	978-7-111-33551-1	创业资本与创新金融（梅特里克）（2011年）	58
（证券）投资学	978-7-111-23031-1	投资学：分析与管理（第10版）（琼斯）（2008年）	69
（证券）投资学	978-7-111-30587-3	投资学：以Excel为分析工具（第3版）（霍顿）（2010年）	38

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

商业银行经营管理学	978-7-111-35539-7	商业银行管理（英文版·第8版）（罗斯）（2011年）	88
金融学（货币银行学）	978-7-111-23245-2	货币、金融体系与经济（英文版·第5版）（哈伯德）（2008年）	65
金融学（货币银行学）	即将出版	货币金融学原理（英文版·第12版）（里特）（2012年）	49
金融市场学	978-7-111-26790-4	金融市场学（英文版·第10版）（罗斯）（2009年）	88
金融市场学	978-7-111-32325-9	金融市场与金融机构基础（英文版·第4版）（法博齐）（2010年）	78
金融工程	978-7-111-30290-2	金融工程原理（英文版·第2版）（内夫茨）（2010年）	76
金融工程	978-7-111-39173-9	期权与期货市场基本原理（英文版·第7版）（赫尔）（2013年）	69
金融工程	978-7-111-27491-9	衍生品市场基础（英文版）（麦克唐纳德）（2009年）	62
金融风险管理	978-7-111-35863-3	风险管理与金融机构（英文版·第2版）（赫尔）（2011年）	69
国际金融学	978-7-111-30273-5	国际金融（精要版）（英文版·第3版）（莫菲特）（2010年）	59
（证券）投资学	978-7-111-39142-5	投资学（英文版·第9版）（博迪）（2012年）	128
（证券）投资学	978-7-111-30395-4	投资学基础（英文版·第9版）（梅奥）（2010年）	82
中级微观经济学	978-7-111-24880-4	中级微观经济学（英文版·第4版）（佩罗夫）（2008年）	88
西方经济学（微观）	978-7-111-35779-7	经济学（微观）（英文版·第3版）（哈伯德）（2011年）	78
西方经济学（宏观）	978-7-111-35870-1	经济学（宏观）（英文版·第3版）（哈伯德）（2011年）	59
西方经济学	978-7-111-29597-6	经济学：私人与公众选择（英文版·第12版）（格瓦特尼）（2010年）	78
西方经济学	978-7-111-32830-8	经济学原理（精要版）（英文版·第4版）（帕金）（2011年）	68
商务与经济统计	978-7-111-35029-3	商务与经济统计（英文版·第11版）（安德森）（2011年）	109
商务与经济统计	978-7-111-40479-8	商务与经济统计精要（英文版·第6版）（安德森）（2012年）	69
计量经济学	978-7-111-31336-6	经济计量学精要（英文版·第4版）（古扎拉蒂）（2010年）	65
计量经济学	978-7-111-23576-7	微观计量经济学方法与应用（英文版）（卡梅隆）（2008年）	89
计量经济学	978-7-111-20506-5	应用计量经济学（英文版·第5版）（施图德蒙德）（2006年）	49
国际经济学	978-7-111-35280-8	国际经济学（英文版·第8版）（赫斯特德）（2011年）	69
管理经济学	978-7-111-39923-0	管理经济学（英文版·第10版）（莫瑞斯）（2012年）	89
组织行为学	978-7-111-37318-6	组织行为学（英文版·第5版）（麦克沙恩）（2012年）	69
人力资源管理	978-7-111-35831-2	人力资源管理（英文版·第11版）（蒙迪）（2011年）	49
人力资源管理	978-7-111-32926-8	人力资源管理（英文版·第11版）（伊万切维奇）（2011年）	69
人力资源管理	978-7-111-38854-8	人力资源管理（英文版·第2版）（德斯勒）（2012年）	69
人力资源管理	978-7-111-28324-9	人力资源管理：获取竞争优势的工具（英文版·第4版）（克雷曼）（2009年）	56
人力资源管理	978-7-111-20492-3	人力资源管理基础（英文版·第3版）（德斯勒）（2007年）	45
消费者行为学	978-7-111-35416-1	消费者行为学（英文版·第11版）（霍金斯）（2011年）	88
市场营销学（营销管理）	978-7-111-38252-2	市场营销原理（亚洲版）（英文版·第2版）（科特勒）（2012年）	79
市场调研与预测	978-7-111-27951-8	营销调研：运用Excel数据分析（英文版·第2版）（伯恩斯）（2009年）	68
商务谈判	978-7-111-38907-1	国际商务谈判（英文版·第5版）（列维奇）（2012年）	39
国际市场营销学	978-7-111-29200-5	国际市场营销学（英文版·第3版）（拉斯库）（2010年）	56
服务营销学	978-7-111-35736-0	服务营销（英文版·第5版）（泽丝曼尔）（2011年）	85
物流管理	即将出版	物流管理（英文版·第4版）（哈里森）（2013年）	48
供应链（物流）管理	978-7-111-29057-5	供应链物流管理（英文版·第3版）（鲍尔索克斯）（2009年）	52
供应链（物流）管理	即将出版	供应链物流管理（英文版·第4版）（鲍尔索克斯）（2013年）	59
管理信息系统	978-7-111-32282-5	信息时代的管理信息系统（英文版·第8版）（哈格）（2010年）	69

書 书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

教师服务登记表

尊敬的老师：

您好！感谢您购买我们出版的________________________________教材。

机械工业出版社华章公司为了进一步加强与高校教师的联系与沟通，更好地为高校教师服务，特制此表，请您填妥后发回给我们，我们将定期向您寄送华章公司最新的图书出版信息！感谢合作！

个人资料（请用正楷完整填写）

<table>
<tr><td>教师姓名</td><td></td><td>□先生
□女士</td><td>出生年月</td><td></td><td>职务</td><td></td><td colspan="2">职称：□教授 □副教授
□讲师 □助教 □其他</td></tr>
<tr><td>学校</td><td colspan="3"></td><td>学院</td><td colspan="2"></td><td>系别</td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="2">联系电话</td><td colspan="3" rowspan="2">办公：
宅电：
移动：</td><td>联系地址及邮编</td><td colspan="4"></td></tr>
<tr><td>E-mail</td><td colspan="4"></td></tr>
<tr><td>学历</td><td></td><td>毕业院校</td><td></td><td colspan="2">国外进修及讲学经历</td><td colspan="3"></td></tr>
<tr><td>研究领域</td><td colspan="8"></td></tr>
<tr><td colspan="3">主讲课程</td><td colspan="2">现用教材名</td><td>作者及出版社</td><td>共同授课教师</td><td colspan="2">教材满意度</td></tr>
<tr><td colspan="3">课程：
□专 □本 □研 □MBA
人数： 学期：□春□秋</td><td colspan="2"></td><td></td><td></td><td colspan="2">□满意 □一般
□不满意 □希望更换</td></tr>
<tr><td colspan="3">课程：
□专 □本 □研 □MBA
人数： 学期：□春□秋</td><td colspan="2"></td><td></td><td></td><td colspan="2">□满意 □一般
□不满意 □希望更换</td></tr>
<tr><td colspan="9">样书申请</td></tr>
<tr><td>已出版著作</td><td colspan="3"></td><td>已出版译作</td><td colspan="4"></td></tr>
<tr><td colspan="4">是否愿意从事翻译/著作工作 □是 □否</td><td>方向</td><td colspan="4"></td></tr>
<tr><td>意见和建议</td><td colspan="8"></td></tr>
</table>

填妥后请选择以下任何一种方式将此表返回：（如方便请赐名片）

地 址：北京市西城区百万庄南街1号 华章公司营销中心 邮编：100037

电 话：(010) 68353079 88378995 传真：(010)68995260

E-mail:hzedu@hzbook.com marketing@hzbook.com 图书详情可登录http://www.hzbook.com网站查询

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

封面
书名
版权
前言
目录
第一篇　投资银行
第1章　投资银行概述
1.1后危机时期的全球投资银行机构
1.2其他投资银行机构
1.3投资银行的业务
1.4投资银行部
1.5交易部门
1.6非客户相关交易和投资
1.7资产管理部
习题
第2章　投资银行业监管
2.1引言
2.2美国的投资银行业历史及监管
2.3证券监管最新发展
2.4其他国家证券业监管
习题
第3章　融资
3.1资本市场融资
3.2融资考虑
3.3融资方案
3.4支付给投资银行的费用
3.5分销选择
3.6暂搁注册申请
3.7“绿鞋”超额配售权
习题
第4章　并购
4.1并购的核心
4.2创造价值
4.3战略依据
4.4协同效应和控制权溢价
4.5信用评级和收购货币
4.6监管考虑
4.7社会和委托人考虑
4.8投资银行的角色
4.9其他并购参与者
4.10公平意见

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

4.11收购
4.12尽职调查和文件准备
4.13交易终止费
4.14可供选择的出售方式
4.15跨国交易
4.16免税重组
4.17公司重组
4.18收购防御
4.19风险套利
4.20估值
习题
第5章　交易
5.1客户交易
5.2权益交易
5.3　FICC交易
5.4做市
5.5自营交易
5.6风险监测和控制
5.7风险价值
习题
第6章　资产管理、财富管理和研究
6.1资产管理
6.2财富管理
6.3研究
习题
第7章　信用评级机构、交易所、清算和结算
7.1信用评级机构
7.2交易所
7.3场外交易市场
7.4清算和结算
习题
第8章　国际投资银行业务
8.1欧洲市场
8.2日本金融市场
8.3中国金融市场
8.4新兴金融市场
8.5全球首次公开发行市场
8.6美国存托凭证
8.7标准化的国际财务报告
8.8国际投资者
习题

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

第9章　可转换证券和华尔街创新
9.1可转换证券
9.2华尔街创新
9.3日经认沽权证
9.4加速股票回购计划
习题
第10章　投资银行业的职业、机遇与挑战
10.1投资银行
10.2交易和销售
10.3私人财富管理
10.4资产管理
10.5研究
10.6直接投资
10.7投资银行的其他职能
10.8投资银行业的机遇与挑战
习题
第二篇　对冲基金与私募股权投资
第11章　对冲基金概述
11.1杠杆
11.2增长
11.3投资者的构成
11.4行业集中度
11.5业绩
11.6　2008年的衰退
11.7市场流动性和有效性
11.8金融创新
11.9非流动性投资
11.10锁定、门、侧袋
11.11与私募股权投资基金和共同基金的比较
11.12高水位线和最低收益率
11.13公开发行
11.14基金中的基金
习题
第12章　对冲基金投资策略
12.1权益关联策略
12.2宏观策略
12.3套利策略
12.4事件驱动策略
12.5小结
习题
第13章　股东积极主义及对公司治理的影响

书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

13.1以股东为中心的公司治理与以董事为中心的公司治理
13.2积极策略对冲基金的业绩
13.3积极策略对冲基金的积聚策略
13.4　CSX和TCI
13.5有利于股东积极主义者的改变
13.6丹尼尔·勒布和13D信函
13.7雷曼兄弟的艾琳·卡兰和绿光资本的大卫·艾因霍恩
13.8卡尔·伊坎和雅虎
13.9比尔·阿克曼和麦当劳、温迪、赛瑞迪恩、塔吉特、MBIA
13.10小结
习题
第14章　风险、监管和组织结构
14.1投资者风险
14.2系统风险
14.3监管
14.4组织结构
习题
第15章　对冲基金的挑战与业绩
15.1对冲基金的业绩
15.2基金中的基金
15.3绝对收益
15.4重新审视优势
15.5透明度
15.6费用
15.7高水位线
15.8寻找收益
15.9未来趋势
15.10业务的融合
习题
第16章　私募股权投资概述
16.1私募股权投资交易的特征
16.2私募股权投资交易的目标公司
16.3私募股权投资交易的参与方
16.4私募股权投资基金的结构
16.5私募股权投资交易的资本化
16.6管理资产额
16.7历史
16.8过桥融资
16.9低门槛贷款和实物支付
16.10俱乐部交易和存根权益
16.11与管理层合作

书最多 www.szd123.net

書 书最多 www.szd123.net

16.12杠杆性资本重组
16.13私募股权投资二级市场
16.14基金中的基金
16.15私募股权投资的上市
16.16金融服务崩溃对私募股权投资的影响
习题
第17章　杠杆收购的财务模型
17.1确定可用于偿债的现金流和债务来源
17.2确定金融发起人的内部收益率
17.3确定收购价格和出售价格
17.4杠杆收购法的例子
17.5后信贷危机时代的杠杆收购
习题
第18章　私募股权投资对公司的影响
18.1私募股权所有公司：管理与效率
18.2私募股权所有公司失败案例
18.3私募股权投资收购协议失败
18.4　2006～2007年私募股权投资收购的组合公司
18.5私募股权投资的增值服务
18.6完成私募股权投资交易的商业逻辑
18.7私募股权所有制成为公司治理新模式
18.8私募股权投资对公司的影响
习题
第19章　组织结构、报酬、监管及有限合伙人
19.1组织结构
19.2报酬
19.3监管
19.4有限合伙人
习题
第20章　私募股权投资的挑战与机遇
20.1私募股权投资上市公司
20.2权益收购
20.3困境资产
20.4并购顾问
20.5资本市场活动
20.6对冲基金与房地产投资
20.7　2008年的损失与未来展望
20.8繁荣与萧条的周期
20.9附属基金
20.10有限合伙人赎回
20.11风险因素

書 书最多 www.szd123.net

书最多 www.szd123.net

20.12亚洲私募股权投资活动
20.13战略合作
20.14私募股权投资机构首次公开发行
20.15关注组合公司
20.16私募股权投资机构比较
20.17凯雷集团简介
20.18未来的挑战与机遇
20.19展望
习题
第21章　中国的私募股权投资
21.1私募股权投资对中国的社会影响
21.2私募股权投资对中国的经济影响
21.3行业前景和挑战
21.4国际私募股权投资机构的投资和募集活动
21.5尽职调查
21.6估值和收益
21.7退出
21.8中国私募股权投资案例
第三篇　案例研究
2008年的投资银行业（上）：贝尔斯登的兴衰
2008年的投资银行业（下）：美丽新世界
自由港麦克莫伦铜金矿公司：并购融资
吉列最好的交易：宝洁收购吉列
两只对冲基金的故事：磁星和培洛顿
凯马特、西尔斯和ESL：从对冲基金到世界顶尖零售商之路
麦当劳、温迪和对冲基金：汉堡对冲？对冲基金股东积极主义行动及对公司治理的影响
保时捷、大众汽车和CSX：汽车、火车与衍生品
玩具反斗城杠杆收购
博龙和美国汽车工业
阅读书目
参考文献

书最多 www.szd123.net